

بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

مسعودي محمد أمين

كلية الحقوق والعلوم السياسية

جامعة الحاج لخضر - باتنة

ملخص:

في أواخر سنة 2007 وبداية 2008 ضرب الولايات المتحدة الأمريكية زلزال مالي عنيف، وقد وجهت اصابع الاتهام إلى البنوك باعتبارها المتسبب في ذلك باعتمادها تقنيات وعمليات بنكية غير محترزة. وقد كان من بين الاوائل المتأثرين بهذه الصدمة هي البورصة التي سقطت سقوطا حرا، وقد خسر المستثمرون فيها مبالغ ضخمة قدرت بترليونات الدولارات.

وقد تناولت في الدراسة بورصة الأوراق المالية بالتعريف والنشأة والتطور، كما بينت اهمية البورصة الاقتصادية باعتبارها جهاز ترمومتر لقياس اقتصاديات الدول.

كما تناولت في المبحث الثاني دور البورصة في هذه الازمة، وقد بينت بأنها هي كذلك شاركت في خلق وتأجيج أزمة الرهن العقاري نتيجة عدم ضبط التداول بها، وترك الحرية المطلقة للفاعلين في البورصة والذين اجتهدوا في خلق هندسة مالية جديدة ادت إلى خلق الفقاعة العقارية التي انفجرت بمجرد انتشار اخبار توقف المقترضين عن دفع اقساطهم الشهرية.

وقد انتهيت في الخاتمة إلى ان بذور فناء النظام الرأسمالي هو الحرية المطلقة التي ينادي بها ويعتبرها ركيزة أساسية فيه. فالحل لأزمات النظام الرأسمالي هو كبح جماح الحرية المطلقة، وذلك بفرض الدولة لرقابتها على مؤسساتها الأساسية ومن بينها البورصة، فيجب فرض رقابة صارمة عليها وذلك بفرض قوانين صارمة، ولجان مراقبة مدى تطبيق تلك القوانين.

Resumé :

Dès la fin de l'année 2007 un violent séisme financier commence à frapper les Etats-Unis, pays leader à l'échelle mondiale en économie capitaliste.

Aussitôt que l'évènement se produit les banques furent montrées du doigt et considérées comme les premiers responsables de cette catastrophe financière à cause de leurs pratiques imprudentes voire malsaines.

La première onde de choc a frappé la Bourse qui s'est trouvée en chute libre et les investisseurs ont subi d'énormes pertes estimées à des trillions de dollars.

Dans la présente étude nous avons jugé utile de présenter d'une manière globale le secteur boursier en commençant d'abord par le définir pour suivre, ensuite, sa trace depuis son apparition jusqu'à ses évolutions actuelles.

Dans le second chapitre, il sera question de montrer le rôle négatif qu'a pu jouer la Bourse dans cette crise. En effet, la passivité dont elle a fait preuve devant les pratiques, à toutes les moins soupçonnées des différents opérateurs a contribué à l'aggravation de la situation. Commençait alors à se dessiner un nouvel « ordre » financier qui a débouché sur bulle financière provoquée par les rumeurs qui faisaient état de l'incapacité des emprunteurs de poursuivre le remboursement de leurs crédits (état de cessation de paiement.)

Dans la conclusion, nous avons mis en exergue l'élément principal qui avait conduit, selon notre analyse, à l'effondrement du système financier c'est celui de l'absence de toute réglementation à même de définir d'une manière efficace et claire « les règles du jeu » qui doivent être admises et respectées par tous.

مقدمة :

تعتبر البورصة في الاقتصاديات الحديثة أهم مؤشر لقياس مستوى اقتصاد الدول تقدما أو تخلفا، فإذا أراد الشخص قياس مستوى اقتصاد دولة معينة أوحريه ممارسة النشاط الاقتصادي بها، فما عليه سوى زيارة مقر بورصتها، فإذا راي النشاط بها

بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري مسعودي محمد أمين

دؤوبا وحركة البيع والشراء مزدهرة، فهذا مؤشر ايجابي على حسن حالة اقتصاد هذه الدولة، والعكس صحيح.

فالبورصة حاليا اصبحت مفصلا اساسيا من مفاصل الاقتصاد الرأسمالي المزدهر، ولها فوائد جمة، فهي توفر المال المدخر الراكد لدى الافراد والمؤسسات وتوجهه لخدمة الاقتصاد، ففوائدها كبيرة سوف نتناولها لاحقا، ولكن في أزمة الرهن العقاري الذي عرفته الولايات المتحدة والتي انتقلت إلى العالم بأسره، ساهمت هي في خلق هذه الازمة وتأجيجها بواسطة تعاملات غير صحيحة حدثت داخلها سنتناولها في الموضوع.

فالإشكالية التي سنطرحها في هذا الموضوع هي:

مفهوم بورصة الأوراق المالية ؟ وما هي التدأولات التي حدثت بها والتي ساهمت في تأجيج أزمة الرهن العقاري ؟

ولالإجابة عن هذه الاشكالية سنقسم هذا البحث إلى مبحثين الأول سوف نخصصه لدراسة مفهوم البورصة ونشأتها وتطورها وانواعها، والمبحث الثاني سوف نتناول فيه اهم العمليات والتدأولات التي ساهمت في خلق أزمة الرهن العقاري لسنة 2008.

المبحث الأول: مفهوم البورصة

ساهمت التجارب الانسانية العديدة عبر مر القرون - والتي دفعت اليها الحاجة احيانا والفتنة والذكاء احيانا اخرى - في ابداع ابتكارات تسهل التبادل التجاري وتخلق الثروة، ومن هذه الابداعات ما يسمى بالبورصة، التي لم تنشأ بمحض الصدفة ولم تبتكر داخل مختبر، وانما مرت بقرون عديدة إلى غاية ما وصلت اليه الان.

المطلب الأول: تعريف البورصة واهم وظائفها

يرى البعض ان الحضارات القديمة عرفت مؤسسة البورصة كاليونان، فقد كان التجار والسيارفة يجتمعون في اثينا في سوق تسمى " اومبونيوم"، وفي روما اقيمت سوق كذلك تسمى " لكوليجياميركاتوريوم" في القرن الخامس قبل الميلاد.¹

إلا أن البورصة بمفهومها الحديث لم تظهر إلا في القرن الرابع عشر ميلادي على يد عائلة بلجيكية تسمى " فان در بورصن " كانت تعمل في مجال الصرافة، وكانت تستقبل في فندقها الواقع في مدينة " بروج" العائلات الستة العاملة في مجال الصرافة وكذا التجار، وذلك من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعملية بيع وشراء العملة، وقد كان الشخص الذي يستقبل الأشخاص من العائلة المذكورة اعلاه يسمى " بورز " والذي اشتق من اسمه اسم المكان الذي تتداول فيه الأوراق المالية وهوالبورصة.²

وقد ارتبط عمل البورصة بالأوراق المالية، ففي هولندا فرض الامبراطور"شارل" ضرائب حرب على مقاطعاته في هولندا، فأصدرت الادارة المركزية للمقاطعات اوراقا مالية متعددة وبعض هذه الاوراق كانت قابلة للتداول، فأنشأت سوق ثانوية محدودة لتداولها.

وبعد ذلك اتشرت الاسواق المالية والبورصات، فقد تأسست بورصة انفر بأمستردام، فرانكفورت، برشلونة، ليون، تولوز، ويرجع تاريخ انشائها إلى القرن السادس عشر، وبورصة عقود نيويورك تأسست في 1893، وليفربول عام 1873، ونيواورليونز عام 1880، والاسكندرية عام 1883، القاهرة 1890.³

وفي الوقت الحاضر لم تعد دولة تخلوا من هذه الاسواق، وانطلاقا من الدور الذي تلعبه والاهمية الاقتصادية التي تنعم بها وجدت تعريفات مختلفة لها من اهمها:
-هي المكان الذي يسهل فيه تدفق الاموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، الامر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات المالية إلى أوراق مالية (استثمارات مالية) أو العكس.⁴

-البورصة (سوق التداول) هي اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاءالسوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر زبائنهم المتلقاة قبل وأثناء فترة العمل.فسوق التداول(البورصة) تنظيم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في أوراق مالية محددة تتوفر فيها شروط محددة، وفقا لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة.⁵

-الاسواق المالية أو سوق الاوراق المالية نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرون من بيع وشراء عدد من الاسهم والسندات داخل السوق اما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.⁶

الفرع الثاني: وظائف بورصة الاوراق المالية

تؤدي البورصة وظيفة هامة في الحياة الاقتصادية، وذلك من خلال المعاملات التي تتم بداخلها والتي توفر من خلالها الاموال اللازمة التي يحتاجها الاقتصاد لدعم المشاريع الاقتصادية والتنموية، وتتمثل اهم وظائف بورصة الاوراق المالية فيما يلي:

1- البورصة اداة لجمع المدخرات: تبلغ نسبة ادخار المواطنين في الدول المتقدمة نسبة ما بين 10 إلى 15 بالمئة من مدخولهم، بينما بلغ المتوسط العالي للدخار 13 بالمئة، وهذه المدخرات بعد تجميعها توجه إلى احد الاتجاهين: اما شراء أصول مادية كعقارات وارااضي وغيرها، واما إلى شراء أصول مالية كأسهم وسندات.⁷

فالبورصة تقوم بجمع مدخرات الافراد والمؤسسات وذلك عند شرائهم لأصول مالية كأسهم وسندات، وتوجيه هذه الاموال للمستثمرين مصدري هذه القيم المنقولة لاستعمالها في تمويل مشاريعهم.

وبتشجيع صغارالمستثمرين على استثمار مدخراتهم، فهذا يمكنهم من الحصول على عائدات مالية وارياح عالية احيانا وبمخاطر قليلة وخاصة عند توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.⁸

وفي نفس الوقت توفر للمدخرين والمستثمرين درجة من السيولة⁹، وذلك أن هذه القيم المنقولة يمكن تسيلها في أي وقت، وذلك بإعادة بيعها في البورصة.

2- تمويل خطة التنمية الاقتصادية: فقد تحتاج الدولة إلى رؤوس أموال كبيرة لتمويل مشاريعها التنموية لكنها قد لا تتوفر لديها الاموال اللازمة لذلك، فهي بدلا من أن تلجأ إلى الاقتراض الخارجي الذي قد تكون له عواقب غير محمودة، فهي تلجأ

بدلاً عن ذلك اشراك القطاع الخاص في هذه المشاريع وذلك بطرح أسهم هذه المشاريع للاكتتاب فيها.¹⁰

فكثيراً ما تلجأ الدولة إلى طرح سندات عندما تكون بحاجة إلى أموال لتمويل مشاريعها المتوسطة أو الطويلة الأجل، فتطرح هذه السندات بالبورصة، فيقبل الافراد والمؤسسات إلى شراء هذه السندات لقاء فائدة يتحصلون عليها سنوياً، كما قد تتجه الدولة إلى انشاء شركات استثمار، فتشرك القطاع الخاص في هذه المشاريع بطرح أسهم هذه الشركات للاكتتاب عليها في البورصة.

3- التخصيص الكفاء لرأس المال: فالبورصة هي الجهاز الذي يتقابل فيه الطلب مع العرض، وبعد تحديد السعر واتمام صفقة البيع يتم اعلان الاسعار بطريقة ظاهرة للجميع وتسجل في نشرات وتوزع على طالبها، وطريقة الاعلان هذه تسمح للجميع بالاستفادة، كما أن عملية التخصيص الكفاء لرأس المال تسمح بتعديل قيمة الورقة التجارية وذلك بناء على اعلانات اسعار البيع والشراء، فالمستثمرون يتهافتون إلى شراء الاسهم المنخفضة السعر، وهذا يؤدي إلى رفع اسعارها، كما ان الورقة المرتفعة السعر لا يلتفتون اليها وهذا يؤدي إلى انخفاض سعرها، وهكذا تحدث البورصة موازنة في الاسعار.¹¹

وتتمثل وظائف الاسواق المالية فيما يلي:

- تسهيل انتقال الاموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز.
- توفير السيولة لحملة الاوراق المالية.
- تسعير الاوراق المالية.
- التنبؤ بالنشاط الاقتصادي خلال السنوات القادمة.
- ايجاد قنوات لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الانتاج.
- المساعدة على توجيه أوجه الاستثمار للمستثمرين.
- المساعدة على تخصيص الموارد الاقتصادية بشكل أفضل.
- تمكين المصارف من استثمار مواردها واستخدام ايراد الاستثمارات في زيادة الائتمان.

- المساعدة في ظهور وصقل بعض الكفاءات والخبرات في المجالات المالية والاقتصادية.

- زيادة الوعي لدى المستثمرين.¹²

المطلب الثاني: أنواع أسواق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى نوعين اثنين وهما: سوق الإصدار وتسمى كذلك بالسوق الأولية، وبورصة التداول وتسمى كذلك بالسوق الثانوية.

الفرع الأول: السوق الأولية

وهي السوق التي تصدر فيها الأوراق المالية الجديدة (أسهم وسندات) من قبل الشركات المصدرة لها، والتي يتم شراؤها من طرف المدخرين أو المستثمرين لقاء دفع مبلغ نقدي، وذلك بهدف توجيه حصيلتها لاستثمارات مادية قصيرة الأجل وطويلة، ويتم البيع باتباع طرق وهي:

1 - البيع المباشر: ويكون ذلك بأن تقوم الشركة المصدرة الأوراق المالية ببيع هذه الأوراق بنفسها دون الاستعانة بوسطاء أو سماسرة، وذلك بغية تجنب المصاريف وربحاً للوقت والجهد ولتفادي التسجيل في البورصة، إلا أن هذه الطريقة قد تكون غير مأمونة في حالة انعدام الخبرة لدى الشركة المصدرة في هذه العملية.¹³

2 - البيع بالمزاد العلني: ويتم بموجبها دعوة المستثمرين إلى تقديم عطاءات تتضمن كمية الأوراق المالية المراد شراؤها وسعر البيع، وبعد ذلك يتم البيع وفقاً للسعر الأعلى ثم الأقل وهكذا إلى أن يتم البيع كله.

3 - البيع غير مباشر: ويكون ذلك بتكليف طرف ثالث بالقيام بعملية البيع نيابة عن الشركة المصدرة، والمزية الأساسية في هذا النوع هو أن الشركة المصدرة تتفادي الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، كما أن الوسيط يمنح لها النصح والارشاد حول هذه العملية وتوقيتها وغيرها، لكنها في نفس الوقت تتحمل المصاريف الإضافية والعمولات التي يتقاضاها هذا الوسيط.¹⁴

الفرع الثاني: السوق الثانوية

وهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول تلك الأوراق وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية.¹⁵

ويتم التداول في هذه الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للشركة المصدرة في هذا التداول.¹⁶

وعرفت سوق التداول بانها " اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر عملائهم المتلقاة قبل وأثناء فترة العمل، فسوق التداول تنظيم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في أوراق مالية معينة تتوفر فيها شروط محددة وفقا لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة".¹⁷

المبحث الثاني: دور بورصة الأوراق المالية في خلق الفقاعة العقارية

لم تعرف البشرية في تاريخها تطورا فكريا واقتصاديا وماليا كما عرفت في العصر الحالي، ومن التطورات المبهرة في الوقت الحالي في المجال المالي هو الهندسة المالية الجديدة، والتي استحدثت في سنوات السبعينات وكثر بها العمل في سنوات التسعينات والالفينيات وأهم هذه التقنيات هي تقنية التوريق، والتي بموجبها يتم تحويل أصل الدين إلى ورقة مالية (سندات أو أسهم) تتداول في البورصة، ويمكن تحويلها إلى سيولة مالية في أي لحظة في بورصة الأوراق المالية، لكن هذه الطريقة أسوء العمل بها نتيجة تحويل أصول مسمومة إلى أوراق مالية، إضافة إلى استحداث تقنيات جديدة فيها مخاطرة كبيرة ساهمت في تأجيج الأزمة وسقوط البورصة سقوطا حرا، وخسارة المستثمرين فيها خسارة فادحة.

المطلب الأول: تشييع بورصة الأوراق المالية بأوراق مسمومة.

ان من الاسباب الرئيسية لحدوث الأزمة المالية العالمية هو البنوك التجارية التي تناهت في منح قروض رهنية عقارية من الدرجة الثانية، وصنفت هذه القروض بالدرجة الثانية لأنها منحت لأشخاص لا تتوفر فيهم أدنى شروط الاقتراض اما لأن

دخلهم غير كاف، أو لأن المعنيين ليس لديهم عمل، أو ليس لديهم أية ضمانات تسمح لهم بالاستفادة من الاقتراض أو الكتل معاً، خلافاً للقروض الرهنية من الدرجة الأولى التي تطبق فيها عادة الشروط الاحترازية المتعارف عليها والمعمول بها، وهي أخذ جميع الاحتياطات من أجل ضمان استرداد المبالغ المقترضة حسب الاستحقاقات المنصوص عليها في وثيقة القرض.¹⁸

وقد أسرفت البنوك والمؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية في منح هذه القروض بدوافع سياسية واقتصادية وغيرها، ولكي تتمكن البنوك من الحصول على السيولة المالية التي تمكنها من مواصلة نشاط الاقتراض كانت تستعمل طريقة التوريق

الفرع الأول: مفهوم عملية التوريق

عرفت عملية التوريق بعدة تعريفات أهمها:

- 1- بأنها بيع البنك بعض الأصول المضمونة بسعر منخفض، والتي تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن إلى منشأة متخصصة، والتي تصدر أوراقاً مالية تكون غالباً بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق وتطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين.¹⁹
- 2- التوريق أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً، ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة في الاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، لذلك يتمثل مصطلح التوريق (التسديد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.²⁰

فالتوريق عملية تلجأ إليها البنوك والمؤسسات المالية وذلك بتحويل أصولها المضمونة إلى أوراق مالية تتداول في البورصة، ولهذه العملية فوائد أهمها:

- 1 - التوريق يسمح للبنوك والمؤسسات المالية بتحويل جزء من موجوداتها المالية إلى سيولة مالية²¹، فالبنك عند بيعه لهذه الأصول يحصل على السيولة اللازمة التي تمكنه من مواصلة نشاطه في منح القروض.

2 - توزيع التعرض للمخاطر الائتمانية، وهذا يؤدي إلى تفتت المخاطر الائتمانية، وتقليل التعرض النظامي للمخاطر²²، فالمخاطر الائتمانية المتمثلة في عدم سداد القرض تنتقل مع الأصول المضمونة التي كان يحتفظ بها البنك، لتتوزع على عدد من الأوراق المالية التي سيمتلکها عدد من المستثمرين، فهنا ينتقل الخطر الائتماني من البنك إلى عدد معتبر من المستثمرين وهذا يؤدي إلى تفتت الخطر.

وتكون الاجراءات العملية للتوريق بجمع البنك لجميع أصوله المضمونة في محفظته المالية ثم يقوم ببيعها لوسيط مالي متخصص، يقوم بتحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصة والأوراق المالية تقسم إلى 04 أنواع:

1 - أوراق مالية مدعومة بمرهونات عقارية، وهي تقسم إلى قسمين، فاذا كانت المرهونات عبارة عن سكنات عائلية فتسمى (م بي اس)، واذا كانت عبارة عن مباني مؤسسات فتسمى (سي أم بي اس).

2 - أوراق مالية مدعومة بموجودات وتسمى (اي بي اس) وهي قروض ناتجة عن الاستهلاك، قروض ائتمان وغيرها.

3 - أوراق مالية مضمونة بالديون ويطلق عليها اسم (سي دي او) وهي تمثل محافظ مكونة من ديون مصرفية أو أدوات مالية قابلة للتداول في السوق (السندات، وأدوات أخرى).

4 - مشتقات ائتمان: وهي عبارة عن أدوات مالية تسمح بتحويل كل أو جزء من المخاطر الائتمانية إلى طرف آخر.²³

وفي آخر التحسينات المدخلة على عملية التوريق أصبح يتم تقسيم المحفظة المرجعية إلى 03 شرائح، يتضمن كل منها مستوى معين من المخاطر المرتبطة به، وتباع كل منها على حدى، وتختلف المردودية بين كل شريحة وأخرى حسب درجة المخاطر، وهذه الشرائح هي: 1 - الدنيا 2 - والوسطى 3 - الممتازة، وتتلقى الشريحة الدنيا أكبر عائد كونها تتحمل معظم التعرض لمخاطر الائتمان، أما الشريحة الممتازة فهي لا تتضمن الا قدرا بسيطا من مخاطر الائتمان.²⁴

الفرع الثاني: تشبع البورصة بأوراق مسمومة

باعتبار عملية التوريد توفر السيولة المالية للبنك لكي يقوم بمواصلة عملياته البنكية، قامت البنوك الأمريكية بتسنيدها ما يزيد عن 81 بالمائة من قروضها، وقامت بإغراق السوق بسندات مجهولة القيمة والقوة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بـ: "المنتجات المالية المسمومة"²⁵.

وتطرح هذه الأوراق للتداول في البورصة، ويقوم المستثمرون بتحليلها واختيار ما يرونه مناسباً منها، ويحصلون على فوائد دورية بالإضافة إلى قيمة الأصل (الورقة المالية) بصفة دورية أو عند تاريخ الاستحقاق.²⁶

ونتيجة لذلك تشبعت البورصة بهذه الأوراق التي وصفت بأنها مسمومة، وكانت الأمور في بداية الأمر تسيير على مايرام، لكن ابتداء من نهاية سنة 2005 وبداية سنة 2006 بدأت بوادر الأزمة المالية تلوح بالأفق على أثر رفع البنك الفيدرالي الأمريكي نسبة الفوائد عن القروض، إذ بلغت سنة 2006 نسبة 5.25 بالمائة.²⁷

ونتيجة عن هذا التغيير تعثر كثير من المقترضين عن دفع أقساط منازلهم، وفي الأخير استسلموا وتوقفوا عن الدفع كلياً، وباشرت البنوك اجراءات الحجز والبيع لهذه المساكن المرهونة. ونظراً لكثرة عدد المساكن المعروضة للبيع تهاوت أسعارها وبيعت بأسعار منخفضة كثيراً عن أسعار الشراء، وقد تحملت البنوك هذا الفارق، فمُنيت بخسائر كبيرة أدت بها في الأخير إلى إفلاس.

وعلى أثر انتشار أخبار التعثر في السداد والتوقف عن الدفع حل الذعر بالمستثمرين أصحاب الشرائح الأكثر مخاطرة، وامتد نقص الثقة إلى المستثمرين حائزي الشرائح الأكثر امتيازاً، وسبب الفزع بين المستثمرين إلى بيعهم للديون المورقة وبأسعار محروقة.²⁸

وكون السوق المالية تحكمها قاعدة العرض والطلب، فإن أسعار تلك الأوراق المالية سقطت سقوطاً حراً، نتيجة كثرة عرضها على خلفية محاولة أصحابها التخلص منها، وهذا العرض الكثيف لم يقابله طلب، فأدى ذلك إلى حدوث انخفاض كبير في قيمة هذه الأوراق مقارنة بأسعار شرائها، فتكبد المستثمرون خسائر فادحة.

وبدأت سلسلة الانهيارات بالبورصات العالمية، وأولها بورصة وال ستريت ففي شهر اب عام 2007 انخفض مؤشر داو جونز 778 نقطة، ووصلت خسائره في يوم واحد نحو ترليون دولار.²⁹

وامتدت الخسائر إلى كل البورصات العالمية التي لحقت بها اضرار كبيرة بالقيم المنقولة المتداولة فيالسوق، وقد فقدت اغلب المؤشرات المالية اكثر من 10 بالمئة في تدأولاتها لاسيما البورصة الامريكية والاوربية والاسيوية.³⁰

المطلب الثاني: دورالهندسة المالية الجديدة في تحريف وظيفة البورصة.

على اثر ازدهار بورصة الاوراق المالية، وتهافت المستثمرين عليها نظرا للأرباح المحققة فيها، ابتدعت تقنيات جديدة واوراق مالية مبتكرة حرفت بها البورصة عن وظيفتها التقليدية التي وجدت لأجلها، فأصبحت تشبه كثيرا بيت القمار أو الكازينوا.

الفرع الأول: الهندسة المالية الجديدة (الاوراق المبتكرة).

نتيجة التطور التكنولوجي والاستخدام الواسع للحواسيب الالكترونية والاتصالات في مجال الاسواق المالية، تمكنت هذه الاخيرة من معالجة حجم كبير من المعاملات المالية، كما ساهمت التكنولوجيا الحديثة في الاستجابة الاسرع للمعلومات الجديدة وابتكار ادوات مالية جديدة، بالإضافة إلى ربط اسواق بعيدة ببعضها البعض، وكانت نتيجة ذلك ان زادت التدفقات المالية في الاسواق بطريقة تفوق معدل نمو الدخل القومي الاساسي في البلدان الصناعية الرئيسية.³¹

ومن الابتكارات الجديدة التي افرزتها التكنولوجيا الحديثة هي المشتقات المالية والتي عرفت بانها: " هي عقود بيع موضوعها ليس سلعة أو سهما أو سندا، ولكن ترتب حقا أو التزاما بدفع أحد طرفيها للأخر الفرق في اسعار سلعة أو سهم بين وقت التعاقد ووقت التصفية"³²، والانواع الثلاثة للمشتقات المالية هي: العمليات المستقبلية والعقود الآجلة، عقود الخيارات، وعقود المبادلات.

أولا العمليات المستقبلية: " هي عقود قانونية (أو رسمية) يجري ترتيبها في اسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية

تم الاتفاق عليهما من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل، وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم³³. وفي الحقيقة ليس هناك في الغالب تبادل للأوراق المالية، وإنما يتم تسديد الفرق الربح أو الخسارة بين البائع والمشتري، والذي يتمثل في فرق السعر بين السعر المتفق عليه مع السعر الجاري حين التسوية، وهذا هو الهدف من المضاربة في المستقبلية. فالمتعاملون في هذه العقود اما مغطون للمخاطر خوفا من مخاطر تغير سعر الورقة، أو مضاربون في الاسعار يريدون جني الارباح من الفارق في الاسعار³⁴. والعقود المستقبلية هي نفسها العقود الآجلة، وهذا ما توصل اليه صندوق النقد الدولي في احد دراساته اذ قال: "ان العقود المستقبلية التي يجري عليها التعامل في سوق منظمة ما هي في الاساس الا عقود مؤجلة"³⁵.

ثانيا: الخيارات: تعتبر سوق السلع اساس منشأ الخيارات، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الانتاج وتدهور الاسعار، فيشترون خيار البيع ليتمكنوا من بيع الانتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين، ويدفعون مقابل ذلك مكافأة للتجار مقابل حق البيع ويسمى بخيار البيع، ونفس الشيء بالنسبة للتاجر الذي يريد حماية نفسه من خطر ارتفاع الاسعار فيشتري خيار الشراء ليتمكن من الحصول على البضاعة بسعر وفي تاريخ محددين ويدفع مقابل هذا الخيار مكافأة للمنتج. والفكرة الاساسية للخيار هو رغبة كل طرف في تجنب بعض المخاطر والاخرية حملها، ونفس الفكرة تطبق في بورصة الأوراق المالية باستثناء ان التعامل يكون في الأوراق المالية³⁶. وتقسم الخيارات إلى نوعين:

1 - اختيار الشراء: وفيه يعتمد المستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة ما يرغب في شرائها مستقبلا إلى امتلاك اختيار يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر متفق عليه مقدما، وغالبا هو سعر التداول وقت شراء الخيار، وليس على المشتري التزام بشراء تلك الورقة في التاريخ المتفق عليه بل له حق العدول عن ذلك، مقابل دفع مبلغ محدد يسمى مكافأة³⁷.

2 - اختيار البيع: ويكون في الحالة التي يتوقع فيها مشتري خيار البيع (وهو البائع) انخفاض الأسعار، فيعمد إلى شراء خيار البيع فيكون له الحق في عدد من الأسهم وبسعر محدد في تاريخ محدد.³⁸

ثالثا - عقود المبادلات: عرفت بأنها "عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية (أحدهما مع الآخر) وذلك لفترة محددة وبالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان"، وقد مورست عقود المبادلات لأول مرة سنة 1970 في العملات الأجنبية وفي سنة 1980 مورست في أسعار الفائدة، ثم دخلت مبادلات السلع والرهن والضرائب، وهي طريقة معمول بها من طرف عدد كبير من البنوك التجارية والمؤسسات غير المالية وشركات التأمين وشركات الرهن واتحادات الاستثمارات والوكالات الحكومية.³⁹

الفرع الثاني: اساءة استعمال الهندسة المالية الجديدة في البورصة

قلنا سابقا أن الوظيفة الأساسية للبورصة هي اخراج المال الراكد لدى الاشخاص سواء كانوا افرادا طبيعيين أو مؤسسات ليستثمر في مشاريع اقتصادية هي في حاجة إلى الأموال، وقد زودت البورصة بتقنيات وطرق جديدة على رأسها التوريق الذي لا ينفي احد أهميته البالغة في التزود بالأموال، وتحويل الاصول الغير سائلة إلى سائلة وتفتيت المخاطر الائتمانية، بالإضافة إلى تقنية المشتقات المالية المذكورة أعلاه، إلا ان هذه التقنيات التي انتجها الذكاء البشري قد اساء استعمالها فأدت إلى أزمة مالية عالمية، ودخل العالم في أزمة مالية خانقة لم يعرف نظير لها منذ 1929، وفي رأي هي أكثر حدة من أزمة 1929 لان العالم في ذلك الوقت لم يكن مترابطا اقتصاديا ولم يعرف العولمة كما هو عليه الحال الان.

أولا التوريق: ان طريقة التوريق اساء استعمالها كثيرا، وقد كانت سببا مهما في حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الامريكية، ذلك ان المواد التي استعملت فيها (وهي أصول الدين) مسمومة، فهذه الاصول لم تكن تحوي ضمانات كافية لأن الطرف المقترض كان من الدرجة الثانية⁴⁰، وهذه الأصول تم توريقها

بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري ————— مسعودي محمد لين

وحولت إلى أوراق مالية تم التداول بها في البورصة، وبمجرد انتشار اخبار التعثر والتوقف عن السداد حتى انهارت اسعارها وتكبد مالكوها خسائر فادحة.

ويقول عبد العزيز قاسم: "نظام التوريق عبارة عن نظام مراهنه على عدم تعثر المدين الاصيلي، ويتم عن طريق عملية بيع الدين لغير المدين الاصيلي، وقد وصلت عملية التوريق إلى 20 مرة على نفس الدين في سوق أصبحت " كازينو " القمار"⁴¹

وقد توصل محمود محمد حنفي محمود في توصيات كتابه المعنون "بالأحكام المتعلقة بالتورق في المصارف الاسلامية " إلى منع التورق المصرفي بصوره المختلفه، لما فيه من الحيلة على الربا "⁴².

ثانيا المشتقات المالية: ففي رأي ابتكرت في بداية الامر لتحويل الاخطار، لكنها اصبحت تستعمل فيما بعد لغرض المضاربة في الأسعار وحولت البورصة لبيت قمار، وقيل بان: " المشتقات المالية هي أدوات مالية تشتق قيمتها من التطور الذي يطرأ على قيمة أوراق مالية اخرى، وهي اقرب للقمارمنها للتجارة، وقد ظهرت في البداية لمبادلة المخاطر التي تنطوي عليها المعاملات المتعلقة بأسعارالفائدة واسعارصرف العملات، ثم تنوعت وظهرت في مجالها مشتقات اخرى كثيرة في الاسواق المالية مفعمة بالمخاطر."⁴³

خاتمة:

فرض على الانسان بحكم الشرع والحاجة ان يجتهد ويبتكر طرقا وعلاجات لمشاكله، ومن ابتكاراته في الميدان الاقتصادي " البورصة "، التي نظم العمل بها وابتكر تقنيات جديدة للعمل فيها، ومن هذه التقنيات ما هو صائب وما هو خاطئ، وهذه هي فطرة الانسان التي فطره الله عليها، فهو يجتهد فيصيب ويخيب، ولكن احيانا فطرة الانسان يسيطر عليها الجشع والأنانية، فيحرف الامور والوسائل فيجعلها تصبفي خانة ربحه فقط، دون ان ينظر لمصلحة الاخرين ولا لحكم الشرع فيها. فالبورصة حادت عن الوظيفة الاساسية التي انشئت من اجلها، فأصبحت تشبه إلى حد كبير الكازينو كما وصفها كثير من الكتاب، وهذا الحياد عن النهج كان ناتجا عن الحرية المطلقة التي تأسس عليها النظام الرأسمالي الذي أصبح يطلق عليه كثير

بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري **مسعودي محمد أمين**

من الكتاب "الرأسمالية متوحشة" والتي ساهم في تقويتها أساس النظام الرأسمالي وهو الحرية المطلقة في العمل الاقتصادي والتي ساعدها كثيرًا جشع الإنسان وأنانيته.

ان الازمة المالية العالمية وان يراها الكثيرون نقمة، الا انها تضمنت نعمة خفية وهي ايقاظ النفوس البشرية من أجل مراجعة انظمتها الاقتصادية، ومؤسساتها المالية بجعلها اكثر اخلاقية، ولا يكون ذلك الا بفرض قوانين صارمة تنظم العمل بهذه المؤسسات المالية ولجان تراقب هذه المؤسسات حتى لا تخالف القوانين وتحيد عن أهدافها الحقيقية.

ان الهندسة المالية الجديدة وما تضمنته من تقنيات يجب مراجعتها والتدقيق فيها وتقويم اعوجاجها لكي لا يعاد الخطأ من جديد، وفي نظري فأحسن مقوم لاعوجاج هذه التقنيات هو الدين الاسلامي، فتقنية التوريق قد درسها الفقهاء المسلمون وتوصلوا إلى عدم جوازها ومن بينهم الدكتور محمود محمد حنفي محمود الذي توصل في كتابه ما يلي: " وحكم التوريق انه غير جائز وذلك لأنه تعامل في السندات وهي اقراض بفائدة، ولكن يمكن تصحيح صورة التوريق وذلك ببيع الدين بسبعة معينة بدلا من بيعه بدين مثله، وبذلك يمكن تصحيح هذه الصورة".⁴⁴

فمادامت هذه المؤسسات مثل البنك والبورصة وطرق عملها ضرورين لا يمكن الاستغناء عنهم، فالحل هو اعادة صقلها لما يتوافق مع الشرع الاسلامي.

الهوامش:

¹ - محمد يوسف ياسين: البورصة عمليات البورصة -تنازع القوانين -اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية بيروت، الطبعة الأولى 2004، ص17

² - نسرين عبد الحميد نبيه: البورصة (ماهيتها -تاريخها -مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدولالعربي، المكتب الجامعي الحديث، ص11، 16، 18.

³ - زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي: أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية بيروت 2003، ص 193.

⁴ - فيصل محمود الشوارة: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الاسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، 2008، ص 45.

- 5 - محمد يوسف ياسين: المرجع السابق، ص 15.
- 6 - محمد أحمد عبد النبي: الاسواق المالية، الأصول العلمية والتحليل الأساسي، دار زمزم ()، الطبعة الأولى 2009، ص 22.
- 7 - نسرين عبد الحميد نبيه: المرجع السابق، ص 31، 32.
- 8 - حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة: المرجع السابق، ص 17.
- 9 - محمد يوسف ياسين: المرجع السابق، ص 21.
- 10 - حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة: الاسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران 1989 (البلد غير مذكور)، ص 16، 17.
- 11 - زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي: المرجع السابق، ص 159.
- 12 - محمد أحمد عبد النبي: المرجع السابق، ص 26، 27.
- 13 - فيصل محمود الشواورة: المرجع السابق، ص 55.
- 14 - فيصل محمود الشواورة: المرجع السابق، ص 55، 56.
- 15 - محمد أحمد عبد النبي: المرجع السابق، ص 32.
- 16 - عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية، أسهم - سندات - وثائق استثمار - الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر الاسكندرية 2003، ص 38، 39.
- 17 - زينب عوض الله وأسامة محمد الفولي: المرجع السابق، ص 191.
- 18 - عبد القادر بلطاس: تداعيات الازمة المالية العالمية، دار ليجوند الجزائر 2009، ص 30.
- 19 - شقيري نوري موسى وآخرون: إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة عمان، الطبعة الأولى 2012، ص 90 وما يليها.
- 20 - محمود محمد حنفي محمود: الاحكام المتعلقة بالتورق في المصارف الاسلامية، دار الفكر الجامعي الاسكندرية، الطبعة الأولى 2010، ص 28.
- 21 - عبد القادر بلطاس: المرجع السابق، ص 39.
- 22 - ضياء مجيد الموسوي: الازمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010، ص 12.
- 23 - عبد القادر بلطاس المرجع السابق، ص 40، 41.
- 24 - ضياء مجيد الموسوي: المرجع السابق، ص 13، 14.
- 25 - سمير ايت عكاش: تطورات القواعد الاحترازية للبنوك في ظل معايير لجنة بازل ومدى تطبيقها في البنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2012 / 2013، ص 153.
- 26 - عبد القادر بلطاس: المرجع السابق، ص 43.

- 27- نادية العقون: العولمة الاقتصادية والازمات المالية، الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باقنة، السنة الجامعية 2012/2013، ص172.
- 28- ضياء مجيد الموسوي: المرجع السابق، ص 16.
- 29- سميح مسعود: الأزمة المالية العالمية، نهاية الليبرالية المتوحشة، دار الشروق للنشر والتوزيع رام الله، الطبعة الأولى 2010، ص46.
- 30- عبد القادر بلطاس: المرجع السابق ص 63.
- 31- ضياء مجيد الموسوي: المرجع السابق، ص 15، 16.
- 32- عبد العزيز قاسم محارب: الأزمة المالية العالمية، الاسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة الاسكندرية 2011، ص 63.
- 33- هوشيار معروف: الاستثمارات والاسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى 2015، ص152.
- 34- ضياء مجيد الموسوي: المرجع السابق، ص 18، 19.
- 35- نسرين عبد الحميد نبيه: المرجع السابق، ص 198.
- 36- عيد الغفار حنفي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدارالجامعية الاسكندرية 2005، ص 505.
- 37- ضياء مجيد الموسوي: المرجع السابق، ص 20.
- 38- عيد الغفار حنفي: أساسيات الاستثمار في البورصة: المرجع السابق، ص524.
- 39- هوشيار معروف: المرجع السابق، ص 167.
- 40- المرجع نفسه
- 41- عبد العزيز قاسم محارب: المرجع السابق، ص 64.
- 42- محمود محمد حنفي محمود: الاحكام المتعلقة بالتورق في المصارف الاسلامية، دار الفكر الجامعي الاسكندرية، الطبعة الأولى 2010، ص 433.
- 43- سميح مسعود: المرجع السابق، ص 29، 30.