

الأدوات المالية المركبة ودورها في الأزمة المالية العالمية

د . يوسفات علي، أستاذ محاضر قسم "أ"

مدير دار المقاولاتية، جامعة أدرار.

الاستاذة بين ديبية يمينة.

الملخص:

The global financial crisis is 2008 the best model and clear about the role of the Structured **financial products** such as (MBS, CDO, ABS, Sub prime Mortgage, .... etc), which contributed the largest global financial crunch since the Great Depression 1929, this research seek to the most prominent of these financial instruments, and mechanisms of action and how the latest crisis.

الأدوات المالية المركبة ودورها في الأزمة المالية العالمية

الدكتور يوسفات علي<sup>[1]</sup>

الاستاذة بن ديبية يمينة .

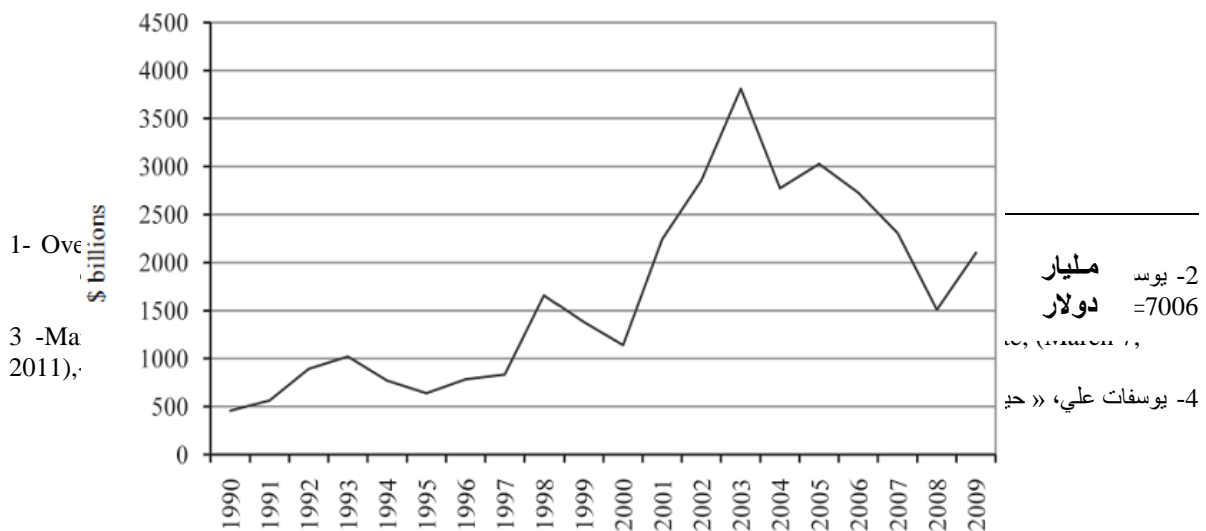
---

1 - أستاذ محاضر قسم "أ"، مدير دار المقاولاتية، جامعة أدرار - الجزائر. E.mail:dr.yousfatali@gmail.com

## مقدمة:

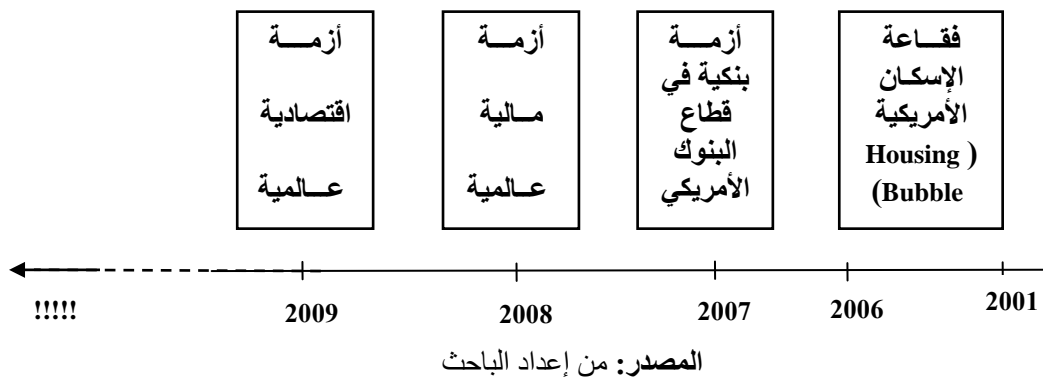
تعتبر الأزمات الاقتصادية والمالية أحد أكثر المظاهر الخطير للحركية الاقتصادية... وتتجلى في العديد من المظاهر كتبخر الاستثمارات والادخارات، وتوقف الإنتاج، وافلاس الدول والشركات وتحث الشعوب على الحراك والثورات. تعددت أسباب الأزمات وأنواعها ومجالات تأثيرها بين المحلية والإقليمية والعالمية. تعد الأزمة المالية العالمية 2008 نموذجاً مثالياً عن دور المنتجات المالية المركبة المتعلقة بسوق الرهن العقاري، والتي ازدهرت قبل نشوب الأزمة المالية لاقت رواجاً عالمياً بين الدول والمؤسسات المالية و البنكية وتقييماً ممتازاً من وكالات التصنيف الائتماني، الأمر الذي عظم حجم الأزمة وجعل تأخذ بعد عالمي، يحاول هذا البحث التعريف بأبرز هذه الأدوات المالية ودور البنوك في انشائها وشرح آليات تكون الأزمة.

**1. تعريف أزمة الرهن العقاري الثانوي أو الأزمة المالية العالمية 2008:** هي أزمة نشأة من انفجار فقاعة سوق الإسكان الأمريكي، والناجمة عن الحجم الضخم للديون المتعثرة نتيجة تخلف عملاء الرهن العقاري عن سداد التزاماتهم تجاه شركات الرهن العقاري والبنوك والمؤسسات التمويلية ، وهذه الديون العقارية قد تم إعادة توريقها وتسويقها عالمياً على نطاق واسع في شكل سندات يتم تداولها في البورصات العالمية وبعض الأسواق الموازية (OTC) [1][2]، وشهد هذا السوق ما بين 2000-2003 نمواً بنسبة 400 % في حجم الإصدارات السنوية، من تريليون دولار إلى 3.8 تريليون دولار [3]. والشكل التالي يبين ذلك خلال الفترة ما بين 1990-2009 [4].



أما الأسباب الرئيسية للأزمة فهي [1]:

- انهيار سوق العقارات الأمريكي الضخم نتيجة ارتفاع نسب التعثر في السداد. إذ أن زيادة في نسبة 3 % من الرهون الثانوية المتأخرة عن السداد تؤدي إلى زيادة القروض المتعثرة بمقدار 35 مليار دولار [2].
  - المُبالغ في التوريق (Securitization) وتخليق منتجات مالية مركبة ومعقدة (CDO, MBS, CDS,...ect).
  - عدم وجود الشفافية في أسواق الرهن العقاري .
  - دور المقترضين أو ملاك العقارات في عمليات الاقتراض وإعادة الاقتراض وخلق فقاعة الإسكان.
  - الدور الكبير والمؤثر للبنوك الاستثمار الأمريكية.
  - دور المؤسسات المالية، سمسارة الرهن العقاري، ووكالات التصنيف الائتماني (Moody's, S&P, Fitch) من خلال تسويق المنتجات المالية المدعومة برهون عقارية للجمهور المستثمرين على أنها منتجات مالية جيدة .
  - اضافة للوضع الاقتصادي الأمريكي والدولار المتدهور الذي عمق الأزمة وأعطها بعداً عالمياً.
- والشكل الموالي يبين تطور الأزمة المالية العالمية.



## 2. أدوات المالية الرئيسية المسؤولة عن الأزمة [3]:

- 1- يوسفات علي، « ندوة علمية حول آليات الأزمة المالية العالمية و آثارها على الجزائر»، المصدر نفسه، بتصرف.
- 2- راندال دود، « الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة»، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 4، (واشنطن: صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007)، ص 15.
- 3- يوسفات علي، « أزمة الرهن العقاري»، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية، العدد 02، جامعة المسيلة- الجزائر، (2009)، ص01، بتصرف.

أ- **الرهن الثانوي «Subprime Mortgage»**: صنف من الرهون العقارية الأقل جودة، بمعدل فائدة أعلى من الرهن العقاري التقليدي (Prime) لتحمل مخاطره المرتفعة، وغالبا يستفيد منه الأفراد الذين يعانون من انخفاض جدارتهم الائتمانية، أو لعدم وجود ضمانات تؤهلهم للحصول على القروض العقارية الرئيسية (Prime) وقدرتهم على رد الديون مع فوائدها مشكوكة فيها، وتسمى كذلك بقروض (NINJA) [1].

ب- **الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية MBS (Subprime mortgages-backed securities)**: نوع من الأوراق المالية المدعومة بأصول (ABS)، وتكون مضمونة برهن أو مجموعة من الرهون العقارية، وهي أوراق مدد استحقاقها 30 عاما، عدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرون يفضلون عادة أوراق مالية من 2-10 سنوات. وهذا استوجب البحث عن بديل مالي يقبله المستثمرون الآخرون، لذا قامت شركات التوريق (SPV) [2] بتوريق MBS إلى ما يسمى بالتزامات الدين المضمونة CDO. وتستخدم هذه الأوراق أيضا لإعادة توجيه مدفوعات الفائدة والديون من مجموعة من الرهون العقارية لحملة الأسهم، وهذه المدفوعات تقسم إلى فئات مختلفة حسب درجة المخاطرة.

ج- **التزامات الدين المضمونة CDO "Collateralized Debt Obligations"** وهو مجمع قرضي، ويقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق 30 سنة، وتقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 1 إلى 30 عاما، تتفاوت درجات تصنيفها وهي ثلاثة شرائح رئيسية: الشرائح الممتازة (صنف AAA)، الشريحة البينية (Mezzanine AA to BB)، الأسهم الخاصة (غير مقيم). ومنذ عام 1987 أصبحت وسيلة هامة لتمويل الأصول ذات الدخل الثابت.

د- **أسواق المعاملات خارج البورصات OTC (Over-the-counter Markets)**: والتي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية العقارية خارج البورصة، ويكون التداول فيها ثنائيا بين العملاء و السماسرة، ولا يتم الإفصاح عن أسعار و أحجام التداول، ولا تتسم عملياتها بالشفافية، كما لا توجد مراقبة للسوق للتحديد المراكز الكبيرة أو المعرضة للخطر، بسبب عدم وجود صناع للسوق، أو مؤشرات لقياس الأداء، أو أي طريقة لتحديد قيمة مختلف الشرائح.

### 3. حيل البنك العتيق غولدن ساكس (The Goldman Sachs Group, Inc):

1.3 **نشوء وتطور بنك غولدمان ساكس**: هو بنك استثماري أمريكي له العديد من أنشطة كالعلاقات البنكية الاستثمارية وإدارة الأوراق المالية والاستثمار، وإدارة الثروات، والاستشارات وخدمات مالية أخرى وهو بنك عالمي له عدة فروع، تأسست في عام 1869 ويقع مقره الرئيسي في مدينة نيويورك، كما يوفر بنك خدمات الاستشارة في عمليات الاندماج والاستحواذ (M&A)، وخدمات التأمين، وإدارة الأصول، والوساطة المالية للشركات والحكومات والأفراد، وله دور كبير ومحرك في الأسواق المالية الأمريكية .

1- NINJA: No Income, No Job or Asset

2- Special purpose vehicle /Special Purpose Entity أي وسيلة ذات غرض خاص أو كيان لأغراض خاصة وهي شركة أنشئت لغرض محدودة أو أهداف محددة أو مؤقتة. وعادة ما تستخدم الكيانات الغرض الخاصة من قبل الشركات لعزل الشركة الأم عن المخاطر المالية. كما أنها تستخدم عادة لإخفاء الديون (تضخيم الأرباح)، وإخفاء الملكية، والعلاقات بين مختلف الكيانات الغامضة التي هي في الواقع مرتبطة ببعضها البعض، وكذا عمليات التوريق، والتهرب الضريبي... الخ.

وتشتمل قائمة الموظفين السابقين للبنك روبرت روبين وهنري بولسون اللذان شغلا منصب وزير الخزانة الأمريكية في فترة رئاسة الرئيس بيل كلينتون وجورج بوش الأب على التوالي، وكذلك مارك كارني محافظ بنك كندا منذ عام 2008، ماريو دراغي محافظ البنك المركزي الأوروبي الحالي، وماريو مونتي رئيس وزراء إيطاليا ولوكاس باباديموس رئيس وزراء اليونان [1].

اتهمت السلطات المالية في الولايات المتحدة، ولجنة الأوراق المالية و البورصات (SEC)، بنك غولدمان ساكس تحقيقه ربحاً من شأنها التسريع في الأزمة المالية خلال عام 2007، كما جن البنك أرباحاً قياسية في وول ستريت تقدر بـ 11.6 مليار دولار أمريكي، وكان في عام 2008 عام وخيمة على القطاع البنكي الأمريكي، ولكن كان أداء غولدمان جيداً نسبياً مع أرباح قدرت 2.3 مليار دولار أمريكي، وفي عام 2009 سجل البنك ربح يفوق 11.4 مليار دولار أمريكي! [2].

ومنذ أن اشترى البنك شركة ج. آرون وشركاه " J. Aron & Company " في العام 1981، اكتسب وزناً مهماً في سوق المواد الأولية وتأثير كبير على الوضع الاقتصادي للمنتجين وللمستهلكين في العالم، ولم تغلث منه أي الفرص المرتبطة بالسوق النفطية، ولا تلك التي يؤمنها الاحتباس المناخي (اعتمادات الكربون) [3]. وفي سنة 2007 كان المنتجات المدعومة بالرهون العقاري في حكم الميت في عالم المال ، لذا وجه بنك غولدمان ساكس وبعض كبار المستثمرين أخرى، انتباههم إلى مجالات استثمارية مربحة أخرى، كأسواق النفط والذهب ، كما ساهم في أزمة الغذاء العالمية بين عامي 2006 و 2008 ، إذ شهد العالم أزمة غذائية كبرى أضفت ما يقرب من 100 مليون شخص يعانون من نقص التغذية وانعدام الأمن الغذائي في العالم، نتيجة ارتفاع أسعار السلع الغذائية بشكل حاد [4].

كما قرر البنك تغيير شكله القانوني والاقتصادي والتحول من بنك استثماري إلى شركة بنكية قابضة، وقد وافق مجلس الاحتياطي الاتحادي البنك المركزي الأمريكي في 21 سبتمبر 2007 وكان هذا التحول بمثابة إعلان نهاية نموذج البنوك الاستثمارية في أميركا [5]. الجدول التالي يوضح عوائد وأرباح البنك «2007-2011»

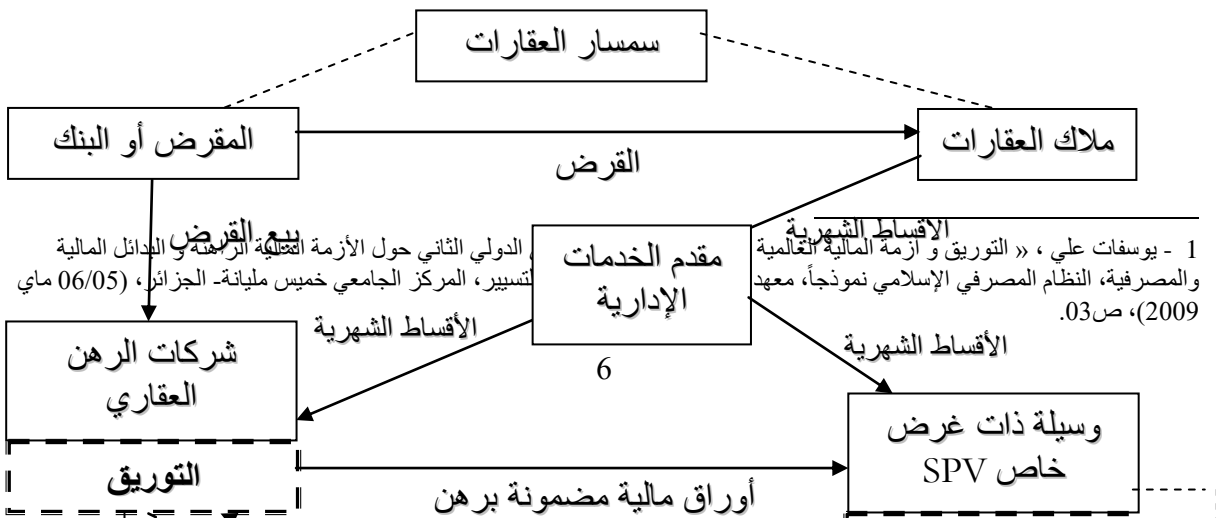
بمليار دولار	2007	2008	2009	2010	2011
العوائد	87.97	53.58	51.67	45.97	36.79
الأرباح	11.6	2.32	13.39	8.35	4.44

Source: « Annual Financials for Goldman Sachs Group Inc ». (2012),  
<<http://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/archived/>>.

## 2.3. حيلة التزامات الدين المضمونة (CDO) ودور بنك غولدمان ساكس في أزمة الرهن العقاري:

- 1- يوسفات علي، « حيل المحاسبية والمالية ودورها في الأزمة المالية العالمية»، مجلة البحوث، ص04.
- 2- نفسه المصدر، ص04.
- 3- إبراهيم وردة، « إصلاح للنظام المصرفي لا يزجج وول ستريت »، لوموند ديبلوماتيك النشرة العربية، (يوليه 2010)، <<http://www.mondiploar.com/auteur74.html>>
- 4- يوسفات علي، « حيل المحاسبية والمالية ودورها في الأزمة المالية العالمية»، مصدر سبق ذكره، ص04.
- 5- « ساكس غولدمان بداية قصة الاحتيال »، الاقتصاد و الأعمال، الجزيرة نت، (2011/08/19)، <<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/D77982B3-C6C8-4B12-8FD2-E7CC0AB089F0.htm%7C>>

- أ- آلية التوريق في السوق العقاري الأمريكي: يشرح الشكل أدناه آلية التوريق المنتجات المالية ( MBS, CDO,...etc) في السوق الرهن العقاري الأمريكية [1].
- بعد أن يحصل ملاك العقارات على التمويل أو إعادة التمويل على عقاراتهم من البنك عن طريق سمسرة العقارات، يقوم البنك ببيع القرض إلى الشركات العقارية مقابل حصوله على أتعاب.
- الشركات العقارية بدورها تقوم بعمليات التوريق القرض، هذا بعد تجميعه في مجمع قرضي Pool، عن طريق أحد شركات المتخصصة في التوريق (SPV)، و ينتج عن هذه العملية أوراق (MBS).
- وبما أن MBS هي أوراق مدد استحقاقها 30 عاما، عدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرين يفضلون أوراق مالية من 2-10 سنوات.
- هذا استوجب البحث عن بديل مالي يقبله المستثمرين الآخرين، لذا قامت شركات توريق أخرى (SPV) بتوريق MBS و تحويل إلى ما يسمى CDO، والتي تستطيع استقطاب كافات المستثمرين بكل أنواعهم من الحكومات و المؤسسات إلى الأفراد.
- أما تسيير التدفقات المالية لتسديد فوائد المستثمرين فهي فقد أوكلت إلى مقدمي الخدمات الإدارية مقابل أتعاب.
- كما يمكن للمستثمرين التأمين على أوراقهم المالية لتجنب الإفلاس البنك أو مصدر الأوراق المالية، أو تعثر ملاك العقارات عبر دفعات نقدية إلى شركات التأمينات على رأسها AIG . والشكل الموالي يبين الآلية المبسطة لعملية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي.

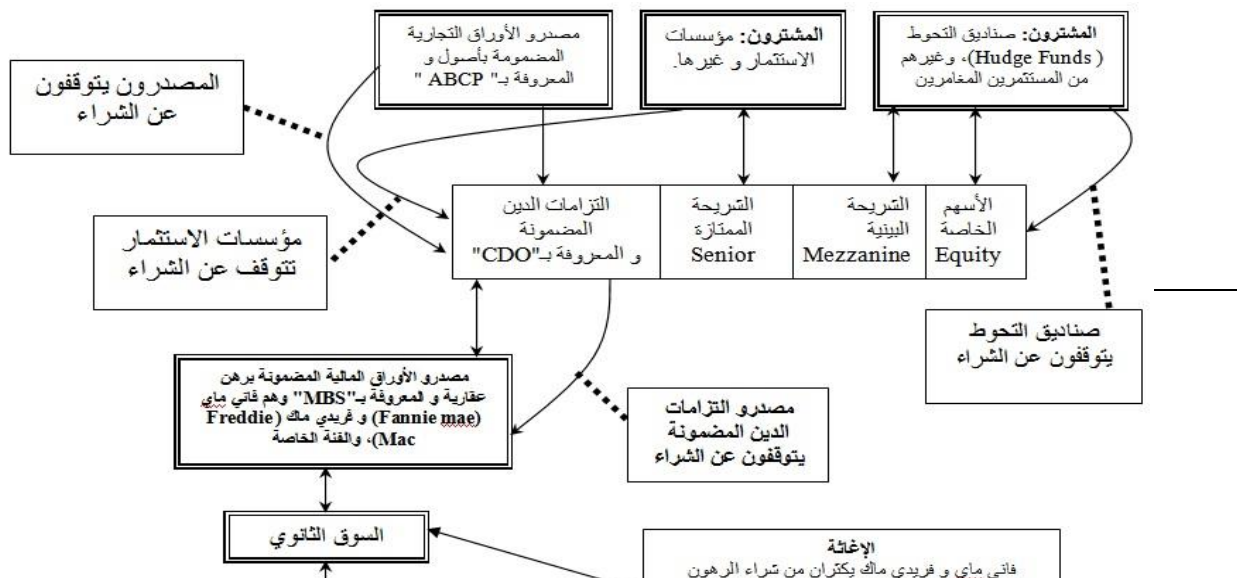


- ب- آليات تكوّن أزمة الرهن العقاري : يمكن تلخيصها فيما يلي <sup>[1]</sup>:
- ضربت الأزمة في أوت 2007، قبل نحو عام من انهيار بنك الاستثمار العريق ليمان براذرز .
  - تم خلالها التسابق نحو تسييل MBS ، في نفس الوقت سعى ذوو الاستدانة العالية مثل صناديق التحوط (Hedge Funds) إلى تصحيح مراكزهم، بعد أن تركوا في مراكزهم الخاسرة، في ظل غياب مؤشر لقياس الأداء والشفافية في أسواق OTC ، وفي ظل هذه الخسائر الكبيرة توقف التداول.
  - إذ توقفت صناديق التحوط، ومؤسسات الاستثمار، ومصدرو الأوراق التجارية المضمونة بأصول،... وغيرهم عن التعامل، إذ لم يعود هناك سوق لـ CDO.
  - أما مصدرو CDO لم يتمكنوا من بيع ما لديهم منها، وتوقفوا عن الإصدارات الجديدة وشراء MBS الجديدة (لأن MBS تورق إلى CDO).

---

1- يوسفات علي، « أزمة الرهن العقاري » ، المصدر نفسه، ص6.

- مصدر MBS، هي شركات الرهون العقارية وأهمها "Fannie Mae" [1] و "Freddie Mac" [2] ... وغيرهم توقفوا عن شراء الرهون العقارية الغير المتوافقة أو الرديئة من السوق الثانوي (السوق الذين تباع فيه الرهون العقارية الثانوية)، و تشدد في معايير الرهون العقارية الثانوية.
- و في ظل غياب المستثمرين عن السوق الثانوية، لم يتمكن منشؤ الرهون العقارية الثانوية من بيع القروض التي ابرموها، بسبب أن عدد كبير منهم مؤسسات رؤوس أموالها هزيلة، وعجز المنشؤون عن تحمل رصيد الرهون العقارية التي أصدرها، وتوقفوا عن منح رهون عقارية ثانوية جديدة.
- لم يتمكن مشترو المنازل المرتقوبون من الحصول على تمويل أو إعادة تمويل بسبب الأزمة و نقص السيولة.
- أما ملاك المنازل ذوو الجدارة الائتمانية الضعيفة ( وهم الأغلبية)، فقد توقفوا عن سداد الأقساط منازلهم، بسبب ارتفاع معدلات الفائدة خلال 2006-2007، مما أدى إلى تعثر دفعات الفوائد المستثمرين في أوراق MBS و CDO وغيرها من الأدوات المالية العقارية الأخرى، وأصبحت هذه الأوراق بدون قيمة وتحولت إلى أصول مسمومة لدى المستثمرون.
- كان المؤشر الرئيسي لاندلاع الأزمة بعد تحولها من فقاعة الإسكان الأمريكية إلى أزمة في قطاع البنكي الأمريكي ثم أزمة مالية عالمية هو انهيار بنك ليمان براذرز. والشكل أدناه يبين كيفية تكون أزمة الرهن العقاري.





ج- دور بنك غولدمان ساكس في أزمة الرهن العقاري: تدعى لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية (SEC) أن بنك غولدمان ساكس هو المبتكر والمنظم والمسوق للأداة المالية (CDO) والتي يتوقف أداؤها على أداء على (MBS)، وأن بنك غولدمان ساكس أخفى عن المستثمرين معلومات حيوية حول CDO، وبخاصة الدور الكبير الذي لعبته في صناديق التحوط، ولقد سوقت على أساس أنها منتجات مالية مضمونة بسوق العقارات الأمريكي المزدهر، الأمر الذي أدى إلى توزيع الخطر على عدد كبير من المستثمرين حول العالم، وعمق حجم الأزمة<sup>[1]</sup>. الجدول الموالي يبين حجم الإصدارات السنوية من CDO من عام 2000-2010 (مليون دولار أمريكي).

67 987,7	2000
78 453,8	2001
83 074,3	2002
86 629,8	2003
157 820,7	2004
251 265,3	2005

المصدر: « Global CDO Issuance », Securities Industry and Financial Markets Association. (2010) <<http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/StatisticsFiles/SF-Global-CDO-SIFMA.xls>>

وأكثر من ذلك أن البنك يعلم زبائنه، والغريب أنه كان يراهن عليها في محفظته الاستثمارية، ... لكّنه بنوع خاص، أخفى عن زبائنه أنه حصل من صندوق بولسون المضارب على مبلغ 15 مليون دولار، لكي ينجز هذه التركيبة. والأحسن من ذلك (أو كان على علم بسقوطها من دون أن يعلم ذلك، كما عمد إلى التخلص منها في محفظته الاستثمارية، ... لكّنه بنوع خاص، أخفى عن زبائنه أنه حصل من صندوق بولسون المضارب على مبلغ 15 مليون دولار، لكي ينجز هذه التركيبة. والأحسن من ذلك (أو

1- Lorin L. Reisner & all, « SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages », U.S. Securities and Exchange Commission, Washington, D.C., (April 16, 2010), <<http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-59.htm>>

الأسوأ) هو أنّ السيّد بولسون [1] نفسه، قد شارك إلى جانب أخصائيّ البنك في انتقاء القروض المؤهلة أكثر من غيرها للتراجع [2].

### الخاتمة:

بيّنا من خلال هذا البحث الدور أدوات مالية كـ MBS، CDO... الخ في خلق الأزمة المالية العالمية، كما ألقينا الضوء على البنك العتيق غولدمان ساكس ودوره الكبير في ابتكار أدوات مالية مركبة، والمسؤولة عن تفجير أزمة تعد من أكبر الأزمات المالية العالمية بعد الكساد العظيم 1929.

### ولقد خرجنا بمجموعة من التوصيات المهمة وهي:

- ضبط العلاوات والمكافئات للمدراء والموظفين في البنوك والمؤسسات المالية العالمية، لأنها المحفز الرئيسي للمغامرتهم وابتكارهم لمنتجات مالية عالية الربحية والمخاطرة.
- منع البنوك من المضاربة في سندات المخاطرة والمضاربة في العملات.
- ضبط ومراقبة الاحتياطات الإجبارية للبنوك.
- إعادة العمل بقانون غلاس ستيغال بعد إلغائه في 1999 في أمريكا، والذي يفصل بين وظائف البنوك.
- ابتكار آليات لإنذار المبكر بالفقاعات والأزمات المحتملة.
- زيادة الشفافية والمساءلة في عمليات خارج الميزانية للبنوك وفي الأسواق خارج البورصات، وضمان عمليات الإفصاح المالية.
- ضبط ومراقبة عمل ووكالات التصنيف الائتماني وشركات التدقيق العالمية.
- حث البنوك بكل أنواعها نحو الاقتصاد الحقيقي، وإنهاء فكرة المال يولد المال.
- إدخال العامل الأخلاقي والمسؤولية الاجتماعية في صياغة عمل البنوك والمؤسسات المالية.
- تعميم والالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية IAS ومعايير الإبلاغ المالي الدولية IFRS.

1- وهو صاحب صندوق المضاربة، لانقصد به هنري بولسون وزير الخزانة الأمريكي السابق.  
2- إبراهيم وردة، المصدر نفسه.