

أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان وتأثيرها على النشاط الاقتصادي (مدخل جدلي)

أ.د. وحيدة جبر خلف المنشد

صادق طعمة خلف

المستخلص

يهدف البحث الى التعريف بأدوات تحويل مخاطر الائتمان باعتبارها أحدثت جدلا كبيرا بين المختصين والمتعاملين بها وأهم أنواعها وواجه استعمالها وحجم المخاطر الناجمة عند استخدامها، مع معرفة الدور الذي تلعبه هذه الائتمان في النشاط الاقتصادي.

وفي ضوء هذا الجدل سيجيب البحث عن أين نحن؟ من هذا الجدل: حول تأثير أدوات تحويل مخاطر الائتمان بالنشاط الاقتصادي، وبالتالي البحث سيطرح تساؤل؟ هل أن هذه الأدوات ساعدت في تركيز مخاطر الائتمان وساهمت بشكل كبير في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي؟ مما جعلها من بين الأسباب التي ساهمت في انهيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام بفعل انتقال العدوى المالية، أم على العكس من ذلك، هذه الأدوات ساهمت في زيادة التعامل في أدوات المخاطر ونقلها الى مستثمرين آخرين وبالتالي تنويع وتوزيع هذه المخاطر على اكبر عدد ممكن من المؤسسات او المستثمرين، خلق حالة من الاستقرار في السوق المالي، وساهم في توليد السيولة وتنويع الاستثمار وزيادة دوران رأس المال، الذي ساهم في زيادة النمو والنشاط الاقتصادي، والتساؤل الآخر؟ هل هذا الدور يظهر في التجربة العراقية؟ هذا ما سيتم الإجابة عليه من خلال البحث.

الكلمات الرئيسية:- أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان، النشاط الاقتصادي، الاستقرار المالي، مبادلة مخاطر الائتمان، أدوات الدين المترابطة، الأدوات التقليدية لنقل وتحويل مخاطر الائتمان، الأدوات الحديثة لنقل وتحويل مخاطر الائتمان.

Tools To Reduce And Convert Credit Risk And Their Impact On Economic Activity (Dialectical Input)

Sadik Tohma Khalaf Dham

Prof Dr.Waheda Jabr Khalaf

mstfcb2010@uomustansiriyah.edu.iq

Abstract

The aim of the research is to introduce the tools of credit risk transfer, as a result of a great debate between specialists and dealers, the most important types and uses, and the size of the risks resulting from their use, with the knowledge of the role played by this credit in economic activity.

In the light of this controversy, the search will find out where we are. Of this debate about the impact of credit risk transfer instruments on economic activity, and thus the research will be questioned? Have these tools helped to focus credit risk and have contributed significantly to increasing the gap between the financial economy and the real economy? Which contributed to the deterioration of the financial markets, in particular, and the financial system, in general, due to the transmission of financial infection, or on the contrary, these tools contributed to

the increased handling of risk instruments and transfer to other investors and thus diversify and distribute these risks to the largest possible number. From institutions or investors, created a state of stability in the financial market, and contributed to the generation of liquidity and diversification of investment and increase the turnover of capital, which contributed to the growth and economic activity. The other question does this role appear in the Iraqi experience? This will be answered by research.

Keywords: Credit Risk Reduction And Conversion Tools, Economic Activity, Financial Stability, Credit Risk Swaps, Interrelated Debt Instruments, Traditional Credit Risk Transfer And Transfer Instruments, Modern Credit Risk Transfer And Transfer Instruments).

مقدمة

شهدت العقود الماضية تطور سريع في استخدام المشتقات الائتمانية لاسيما أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان مما ساعد على جذب اطراف عديدة للتعامل بهذه الأدوات، أذ نمت صناعة هذه الأدوات نمواً كبيراً ومتسارعاً في ظل الأنظمة الاقتصادية المختلفة مما أدى إلى تغذية السوق المالي بسيولة كبيرة جداً من خلال تنوعها، اذ شملت مجموعة واسعة من الأدوات منها قروض عدم السداد ومبادلات العجز الائتماني وعقود التعثر الائتماني وأدوات الدين المترابطة والانتشار الائتماني ، وغيرها من الأدوات الائتمانية، ويعود السبب الرئيس في هذا التوسع هو الخصائص المميزة لهذه الأدوات في نقل وتحويل مخاطر الائتمان فضلاً عن الرافعة المالية التي تتميز بها والتي تساعد على تحقيق الفوائد والارباح وهذه الفوائد والارباح ليست اكدية في هذه العملية الاستثمارية بل قد تحقق المؤسسات المصرفية وغير المصرفية وباقي المستثمرين في القطاعات المختلفة خسائر في حالة سوء استخدام هذه الأدوات والمنتجات الائتمانية.

وفي ضوء ذلك، تباينت الآراء حول تأثير أدوات نقل وتحويل مخاطر الائتمان في النشاط الاقتصادي وتولدت جدلية حول هذا الموضوع، وبالتالي يمكن طرح تساؤل؟ هل أن هذه الأدوات ساعدت في تركيز مخاطر الائتمان وساهمت بشكل كبير في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي؟ مما جعلها من بين الأسباب التي ساهمت في انهيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام بفعل انتقال (العدوى المالية) أي انتقال الأزمة، أم على العكس من ذلك، هذه الأدوات ساهمت في زيادة التعامل في أدوات المخاطر ونقلها إلى مستثمرين آخرين وبالتالي تنويع وتوزيع هذه المخاطر على اكبر عدد ممكن من المؤسسات او المستثمرين، مما خلق حالة من الاستقرار في السوق المالي، وساهم في توليد السيولة وتنويع الاستثمار وزيادة دوران رأس المال، الذي ساهم في زيادة النمو والنشاط الاقتصادي ، ولكن هذا ولد جدلاً بين المختصين، وتساؤل هل ساهمت هذه الأدوات في زيادة النشاط الاقتصادي بالتالي أين نقف نحن من هذا الجدل؟ هذا ما سيتم الإجابة عليه من خلال البحث.

أهمية البحث: تتبع أهمية البحث من أهمية ودور أدوات تحويل مخاطر الائتمان في النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي وهذا الدور كان مميزاً في التجارب العالمية لأن لها الدور الأكبر في تطوير المؤسسات المالية والمصرفية والذي انعكس على القطاع المالي بأكمله لكن هذا الدور مفقود في

الاقتصاد العراقي، لأن ما موجود من أدوات في هذا الاقتصاد يقتصر على قطاع التأمين وشركات الكفالات المصرفية وهذه المؤسسات تأثرها غير ظاهر بشكل واضح في الاقتصاد العراقي.

مشكلة البحث : يفترق الاقتصاد العراقي إلى الأدوات الحديثة في نقل وتحويل مخاطر الائتمان ويقتصر على الأدوات التقليدية في نقل وتحويل هذه المخاطر وأهمها قطاع التأمين وهذا يعني انخفاض دورها في زيادة النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي.

فرضية البحث: أن لأدوات تحويل مخاطر الائتمان دور في زيادة النشاط الاقتصادي وخصوصاً في التجارب العالمية على العكس لم يؤد دوره بشكل صحيح في الاقتصاد العراقي .

اهداف البحث :

- 1- التعريف بأدوات تحويل مخاطر الائتمان باعتبارها أحدثت جدلاً كبيراً بين الكتاب والمتعاملين بها وأهم أنواعها وأوجه استعمالها وحجم المخاطر الناجمة عند استخدامها .
- 2- توضيح دور الأدوات والأساليب الحديثة فيما يتعلق بشركات التأمين والقروض وشركات الكفالات المصرفية .
- 3- معرفة الدور الذي تلعبه أدوات تحويل مخاطر الائتمان في النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي.

4- تشخيص واقع الاقتصاد العراقي حول تأثير تحويل مخاطر الائتمان بالنشاط الاقتصادي.

منهجية البحث : من أجل اثبات صحة الفرضية من عدمها ومن أجل الوصول إلى اهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي وباستخدام الأسلوب الوصفي والتحليلي المستندين إلى النظرية الاقتصادية كأساس في اجراء التحليل العلمي وباستخدام المصادر العلمية المتخصصة في مجال أدوات تحويل مخاطر الائتمان .

هيكلية البحث : لأجل الاحاطة الشاملة بالموضوع تم تقسيم البحث إلى مبحثين، اختص المبحث الأول، بالأدوات التقليدية والحديثة في تقليل وتحويل مخاطر الائتمان من خلال الأدوات التقليدية منها التخلص من مصدر المخاطر وبيع الضمانات بالائتمان وتجزئة السوق وتنويع المحفظة الائتمانية وتحويل مخاطر الائتمان من خلال التأمين وأدارة التوازن بين الأصول والخصوم، أما الأدوات الحديثة فتتمثل في مبادلة مخاطر الائتمان (CDS)(Credit risk swaps)، وأدوات الدين المترابطة (CDO) Credit (default swaps (optins)، وهناك انواع اخرى كثيرة سنتناول اشهرها وبشيء من الاختصار .

أما المبحث الثاني فقد اختص بتناول الجدل حول تأثير أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان بالنشاط الاقتصادي وفوائد ومخاطر التطبيق الخاطئ لها وسنجيب على السؤال؟ أين نحن من هذا الجدل الاقتصادي حول تأثير هذه الأدوات في النشاط الاقتصادي .

الدراسات السابقة. هناك العديد من الدراسات التي تطرقت إلى مخاطر الائتمان ودورها في الاستقرار المالي لكن الجدل حول تأثير هذه المخاطر في النشاط الاقتصادي لم تتناوله الدراسات والبحوث، قد يكون ما كتب يتناول الربط بين سياسات وأدوات تقليل مخاطر الائتمان وعلاقتها بالاستقرار المالي

ودورها في أزمة الرهن العقاري، بالتالي أهم ما يميز هذا البحث تأثير أدوات تحويل مخاطر الائتمان في النشاط الاقتصادي، وفيما يلي بعض الدراسات السابقة في هذا المجال:

1- بحث للدكتور لوкас باباديموس عام 2009 : نقل مخاطر الائتمان، التطورات والآثار

المرتتبة عن السياسات، بحث مقدم إلى مؤتمر إدارة المخاطر والتنظيم المصرفي نظمته لجنة بازل للرقابة المصرفية ومركز أبحاث السياسات الاقتصادية ومجلة الوساطة المالية في 29 حزيران 2009 وتوصل البحث إلى أن التطور السريع في أدوات نقل وتحويل مخاطر الائتمان يعود إلى بيئة الأسعار المنخفضة للفائدة وهذه البيئة حفزت على الابتكار والتطور في حجم هذه الأدوات لذلك يدعو البحث إلى توسيع نطاق المعرفة فيما يتعلق بأداء وفعالية آليات نقل المخاطر والآثار المرتتبة على السياسات الخاصة بهذه المخاطر لأن الاقتصاد يدرك أهمية نمو المشتقات الائتمانية لكن بشرط فهم عمل هذه الأدوات وتوزيع مخاطرها على النظام المالية و اتخاذ منظور أوسع يتناول تحليل الروابط بين الاستقرار النقدي والمالي وبين المخاطر المرتبطة بها والحاجة تتطلب معرفة المزيد حول تأثير أحدهما على الآخر فضلاً عن ذلك معرفة الآثار المرتتبة على عملية صنع السياسات .

2- بحث للدكتور أحمد بريهي عام 2011. متطلبات الاستقرار المالي الدولي، التحوط

وموازين المدفوعات ما بعد الأزمة، بحث تناول الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) التي كشفت عن دور حقائق جديدة في اقتصاد العالم كانت السبب الحقيقي لظهور هذه الأزمة وبالتالي تطلب البحث عن سياسات جديدة للحد من المخاطر النظامية لتحسين أداء الاقتصاد وتفاذي الأزمات المدمرة ومن الملاحظ إن المحاور التقليدية للسياسة النقدية وأدواتها لم تعد كافية للاستقرار الاقتصادي الكلي الذي أصبح أداء القطاع المالي من أهم محدداته وفي الوقت ذاته تزايد تأثير السياسة المالية وآليات تمويل العجز في معدل الفائدة للأمد القصير ومعدل الأمد البعيد وأثارت جميع تلك الخصائص الجديدة في سياق العولمة التساؤل جدياً حول مصداقية الأسس التي تقوم عليها سياسات الاقتصاد الكلي وهل بالإمكان تعديل مناهج السياسة النقدية أم الانتقال إلى طراز جديد من التحليل يتخذ من القطاع المالي أساساً له ويتوجه بالسياسات إليه.

3- أطروحة دكتوراه محمد داود عثمان عام 2012: أثر مخففات مخاطر الائتمان على

قيمة المصارف ، دراسة تطبيقية على قطاع المصارف التجارية الأردنية أطروحة دكتوراه مقدمة إلى قسم المصارف في كلية العلوم المالية والمصرفية في الأكاديمية العربية والتي ركزت حول أهمية استخدام مخففات مخاطر الائتمان وتأثيرها على قيمة المصرف من خلال الانتقال من المنظور التقليدي في مجال إدارة مخاطر محافظ الائتمان إلى تقنيات وأدوات أكثر تقدماً تمكنها من إدارة أصولها بشكل أفضل والمحافظة على نوعية وتركيبه محافظ الائتمان وتأثيرها على قيمة المصرف.

4- أطروحة دكتوراه ذهبي ريمة عام 2012: الاستقرار المالي النظامي، بناء مؤشر تجميعي

للنظام المالي الجزائري للمدة (2003 - 2011م)، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية العلوم الاقتصادية

وعلوم التسيير في الجامعة الجزائرية ركزت هذه الأطروحة على العلاقة بين الخطر النظامي والتدهور في الاستقرار المالي إذ يتسبب هذا التدهور بفقدان مناعة النظام المالي ككل الذي يتأثر بمتغيرات الاقتصاد الكلي سواء الوطني أو الدولي لاسيما أن الاقتصاد الجزائري أكثر اندماجاً بالنظام المالي العالمي مما يجعله أكثر عرضة لخطر عدم الاستقرار النظامي من خلال قنوات نقل العدوى.

5- أطروحة دكتوراه سهام عيساوي عام 2013: دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة مقدمة إلى الجامعة الجزائرية تناولت الأطروحة مقارنة المشتقات المالية ودورها في تمويل أسواق رأس المال وبالتحديد في الأسواق الآجلة وهي من الأدوات المالية التي ظهرت حديثاً والتي تزايد استخدامها في الأسواق المالية حول العالم.

6- أطروحة دكتوراه بن شيخ عبد الرحمن عام 2015: اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد، دراسة حالة الجزائر أطروحة دكتوراه مقدمة للجامعة الجزائرية ركزت على محاولة إبراز دور القطاع المالي في تحقيق السياسات الاقتصادية لمعرفة الاتجاهات المعاصرة في مجال تقييم ورقابة واستقرار الأنظمة المالية ومحاولة الوصول إلى معرفة مستوى الارتباط بين التطور المالي والاقتصادي ومدى نجاح السياسات المطبقة في التخفيف من الاختلالات والتحديات أمام الإصلاح المصرفي في الجزائر.

المبحث الأول / الأدوات التقليدية والحديثة في تحويل وتخفيف مخاطر الائتمان

قام المختصون في عالم " الاستثمار والمال " بابتكار العديد من الأدوات المالية الحديثة التي تدعم الاتجاه نحو تحويل مخاطر الائتمان، فضلاً عن تطوير الأدوات السابقة التقليدية التي كانت تستخدم في عمليات " السوق المالية " ، الأمر الذي قلل من مخاطر الائتمان بالتالي ينظر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان كأفضل ما (استطاع الفكر الاستثماري انجازه) ، فما هي حقيقة هذه الأدوات ؟ وكيف نشأت وماهي الفوائد التي تحققت من استخدام هذه الأدوات ؟ وما هي النتائج في حالة التطبيق الخاطئ لهذه الأدوات ؟ ولمناقشة ذلك قسم هذا المبحث إلى مطلبين : الأول ، أختص بتوضيح الأدوات التقليدية في تقليل وتحويل مخاطر الائتمان ، أما المطلب الثاني ، سنتناول فيه الأدوات الحديثة في تقليل وتحويل مخاطر الائتمان .

المطلب الأول / الأدوات التقليدية في تقليل وتحويل مخاطر الائتمان

تتضمن هذه الأدوات تحويل المخاطر الائتمانية بشكل لا يهدف إلى إزالتها أو محو آثارها وإنما يحول مسؤولية إدارة المخاطر الائتمانية فيها إلى " طرف ثالث " ، ويعد تحويل المخاطر " البديل " عن التكلفة المحتملة نتيجة ما يقع من خسائر ناتجة عن وقوع المخاطر الائتمانية ومن أهم الأدوات التقليدية في تحويل مخاطر الائتمان هي التخلص من مصدر المخاطر من خلال بيع الضمانات وتجزئة السوق وتنويع المحفظة الائتمانية وتحويل مخاطر الائتمان من خلال التأمين وإدارة التوازن بين الأصول والخصوم .

أولاً : التخلص من مصدر المخاطر من خلال بيع الضمانات

يمكن التخلص من المخاطر الائتمانية عن طريق الضمانات المادية الملموسة (القابلة للبيع) بمعنى يأخذ ضمانات كافية من أجل القروض وبالتالي أي محاولة لعدم السداد يتم بيع الضمانات وتحصيل الديون (1) . ويمكن تحويل المخاطر الائتمانية من خلال بيع الضمانات سواء كانت أوراق مالية متداولة في الأسواق المالية، رهونات عقارية، عملات صعبة مسعرة يومياً، أو حيز نقدي، سبائك ذهب سندات صادرة عن الدولة أو القطاع العام أو أدوات الدين البنكية المدرجة في البورصة والأوراق المالية كالأسهم ذات التصنيف العالي والمدرجة في الأسواق المالية النظامية والصناديق (2).

ثانياً : تجزئة السوق وتنويع المحفظة الائتمانية

لا يعني التنويع ببساطة زيادة عدد العملاء أو الالتزامات في المحفظة الائتمانية بقدر ما هو تجسيد لمنهج وظيفي في تحديد مختلف ارتباطات الأصول الائتمانية والتخفيف الكلي لمخاطر المحفظة من خلال التنويع المنتظم والمعرفة بمخاطر المحفظة والتي من شأنها العمل على إيجاد التنويع الأمثل، كما يترتب على تنويع الاستثمارات تخفيف في المخاطر وفي هذا الصدد توجد العديد من استراتيجيات التنويع، إذ توجد القروض قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل والتنويع على أساس الموقع الجغرافي للنشاط الذي يوجه إليه القرض والتنويع وفق قطاعات النشاط إذ توجد القروض التي توجه إلى القطاع الزراعي والقطاع الصناعي وقطاع الخدمات وأخيراً هناك التنويع على أساس طبيعة نشاط العميل داخل كل قطاع (3).

ثالثاً: تحويل مخاطر الائتمان من خلال التأمين

يمكن من خلال التأمين تحويل مخاطر الائتمان ، إذ تعني هذه الطريقة أن الطرف المعرض للخسارة يكون باستطاعته الحصول على طرف بديل لتحمل الخطر نظير دفع مقابل معين لهذا الطرف (الغير) مع احتفاظ صاحب الشيء بموضوع الخطر الأصلي بملكيته لهذا الشيء ويعد التأمين من أهم وسائل تحويل المخاطر الائتمانية وأكثرها انتشاراً إذ تقوم مؤسسات التأمين بتعويض الأفراد أو المؤسسات المعرضين للخطر المعين عن الخسارة المادية المحتملة التي لحقت بهم نتيجة لحدوث الخطر المؤمن عليه وذلك مقابل مبلغ معين يدفع مقدماً يسمى قسط التأمين وبالتالي يعد التأمين من الأدوات التقليدية لتحويل المخاطر بصورة عامة ومخاطر الائتمان بصورة خاصة ، أي تحويلها من الفرد أو المؤسسة إلى مجموعة من الأفراد أو المؤسسات (4).

رابعاً : إدارة التوازن بين الأصول والخصوم

يمكن لإدارة المخاطر أن تتبنى تفعيل أدوات تحويل مخاطر الائتمان للتحصن من هذه المخاطر من خلال تطبيق استراتيجية تحصين المحفظة الائتمانية في ظل التركيز على قيمة الأصول والخصوم، وذلك بجعل الفرق بينهما لا يتسم "بالحساسية" للتغير في الفائدة وأسعارها، وهكذا ترتبط مخاطر " راس المال" بمخاطر " وجود الأصول"، وجميع مخاطر المصرف"، وكلما زادت المخاطر التي يتحملها المصرف، كلما زاد مقدار

(1) Rejda, Georg . Principles of Risk Management and Insurance , 7th ED . Addison Wesley Longman INC 2002 , P. 34 .

(2) Roberts , Sound, USA,& Practice for – the Supervision of – Credit Risk management , Bank for International Settlements, 2006 , p. 45

(3) . د. محمد مصطفى السنهوري ، إدارة البنوك التجارية ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2013 ، ص 154 .

(4) Black , Kenneth & Skipper, Harold , Life Insurance , Prentice Hall , USA. 1997 . P.12 .

رأس المال" المطلوب، لكي يتمكن من مزاولة نشاطه والحد من الخسائر المحتملة نتيجة زيادة المخاطر، وتتأثر مخاطر رأس المال بسياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل المصرف (أي مقدار الأرباح التي توزع على المساهمين ومقدار الأرباح المحتجزة)⁽⁵⁾.

المطلب الثاني / الأدوات الحديثة في تقليل وتحويل مخاطر الائتمان

الأدوات الحديثة في نقل وتحويل مخاطر الائتمان هي أدوات وعقود مشتقة خارج الميزانية وأصل وجودها هو التحوط وإدارة المخاطر وتعد من أحدث ما تم هندسته في مجال المشتقات الائتمانية وتتكون من مجموعة من الأدوات والتقنيات المالية التي تهدف إلى فصل المخاطر الائتمانية عن أصول التعاقد كالسندات والقروض ومن ثم نقلها إلى جهات أخرى ومن أهم الأدوات الحديثة هي مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) وأدوات الدين المترابطة (CDO) وهناك أنواع أخرى كثيرة سنتناول أشهرها وبشيء من الاختصار.

أولاً :- مبادلة مخاطر الائتمان : CDS ، Credit risk swaps

أن أدوات نقل وتحويل مخاطر الائتمان هي عبارة عن أدوات للمشتقات الائتمانية وتعد مبادلات العجز الائتماني (مبادلة مخاطر الائتمان) (CDS) أهم أنواعها وأكثرها نسبة في هذه الأدوات .

1- عقود مبادلات العجز الائتماني : مبادلة مخاطر الائتمان ، وكيفية عملها

عندما نتحدث عن عقود مبادلات العجز الائتماني كأننا نتحدث عن مبادلات التعثر الائتماني وعقود تبادل القروض غير القابلة للسداد فضلاً عن مقايضات العجز عن سداد قروض الائتمان ومبادلة التزام مقابل ضمان الدين أو مبادلة مخاطر الائتمان (CDS)، بالتالي كلها تسميات تطلق على أداة في سوق المشتقات الائتمانية وأكثرها شيوعاً واستخداماً وهي تمثل الأدوات الأكثر استخداماً في نقل وتحويل مخاطر الائتمان، إذ أنه زيادة على استخدامها بشكل مستقل من طرف المؤسسات المالية ومديري الأصول فإنها تستخدم أيضاً على نطاق واسع في بناء المشتقات الائتمانية والمنتجات المالية و المهيكلة إذ تمثل اللبنة الأساسية للكثير منها⁽⁶⁾. ترتبط مبادلة (مقايضة) مخاطر الائتمان بجهة (الإحالة أو ملتزم بالإحالة)، وعادة ما تكون (شركة أو مؤسسة أو حكومة)، ولا تعد جهة الإحالة "طرفاً" في العقد ،وهذه أساس وجوهر عمل أدوات تحويل مخاطر الائتمان، (أي إن هناك طرف ثالث يتحمل المخاطر) ويقوم المشتري بدفع أقساط "منتظمة" للبايع، ويمكن لحامل السند "شراء الحماية"، أن يحتاط من مخاطر عدم القدرة والسداد وبهذه الطريقة تكون مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) مشابهة "للتأمين الائتماني"، وقد لا تخضع هذه الطريقة للقوانين التي تحكم عمليات "التأمين التقليدي"، كما يمكن للمستثمرين والمتعاملين بهذه العمليات شراء وبيع الحماية دون امتلاك ديون "جهة الإحالة"، وتسمح (مبادلة) (مقايضة) مخاطر الائتمان (CDS)، للتجار بالمضاربة على استحقاق

(5) Lessambo, Felix. The International Banking System: Capital Adequacy, Core Businesses and Risk Management. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institution, 2013. p. 90.

(6) Mark J. P. Anson, . Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing, John, UAS, New Jersey, 2004, p 47.

(*) . التزامات الديون المضمونة CDO : هي مجمع قرضي يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق 30 عام وتقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعها من تواريخ الاستحقاق تتراوح من (1 - 30 عام) .

"الائتمان الخاص"، بجهات الإحالة ويمكن استخدامها لإيجاد وظائف وفرص عمل اصطناعية (طويلة وقصيرة) في جهة الإحالة، وتشكل مبادلة الائتمان (CDS) غير المضمونة معظم السوق في مبادلة مخاطر الائتمان (CDS)⁽⁷⁾.

2- تطور حجم عقود مبادلات العجز الائتماني

مبادلة عجز الائتمان (CDS) ظهرت في أوائل التسعينيات مع بداية عمليات الاستثمار والتجارة التي كانت يجريها أصحاب المصارف في عام 1991، ويرجع الفضل إلى "جي بي مورغان" وشركائه في إيجاد مبادلة (مقايضة) مخاطر الائتمان (CDS) الحديثة في عام 1994، في ذلك الوقت كان جي بي مورغان، قد مد (خط ائتمان ب 4.8 مليار دولار أمريكي)، إلى إكسون التي كانت تواجه تهديدا بتعويضات وغرامات بمبلغ (5 مليار دولار أمريكي) لشركة إكسون فالديز المتخصصة بالقطاع النفطي، أذ قام فريق من أصحاب مصارف "جي بي مورغان" بقيادة "بليث ما ستيرس" ببيع مخاطر الائتمان من خط الائتمان للبنك الأوربي للإنشاء والتعمير"، من أجل (خفض الاحتياطي المطلوب من "جي بي مورغان" تملكه مقابل تعثر شركة إكسون في السداد لتحسين ميزانيته الخاصة)⁽⁸⁾.

وفي عام 1997، وضعت جي بي مورغان منتجاً مسجلاً باسم "بيسترو" الذي استخدم مبادلة (مقايضة) مخاطر الائتمان (CDS) لتحسين بيان رصيد المصرف وكانت الميزة في بيسترو "BISTRO" (هو استخدامه التوريق لتقسيم مخاطر الائتمان إلى قطع صغيرة يجدها صغار المستثمرين أكثر فائدة)، أذ أن معظم المستثمرين تنقصهم قدرة المصرف على قبول مبلغ 4.8 مليار دولار أمريكي في مخاطر الائتمان في كل مرة وكان بيسترو أول مثال على ما أصبح فيما بعد باسم "التزامات الديون المضمونة (CDOS)"⁽⁹⁾. وفيما يتعلق بنمو سوق مبادلة الائتمان أذ أن بدايتها كانت مع المصارف وهي الجهات المهيمنة على السوق، أذ (CDS) تستخدم في المقام الأول للتحوط والحد من المخاطر فيما يتعلق بأنشطة الإقراض (الائتمان)، كما شهدت المصارف أيضاً فرصة لتحرير رأس المال التنظيمي وبحلول أذار 1998، كانت السوق العالمية لمبادلة مخاطر الائتمان تقدر بنحو "300 مليار دولار"، وكان حساب "جي بي مورغان" وحدها نحو "50 مليار دولار" أمريكي من هذا المبلغ، وقد تأكلت سريعاً حصة السوق العالمية التي تتمتع بها المصارف، وكذلك شهد مديرو (الأصول وصناديق التحوط)، الفرص التجارية في مبادلة مخاطر الائتمان (CDS)، أذ أن بحلول عام 2002 سيطر المستثمرون والمضاربون على السوق بدلاً من مصارف التحوط واستخدمت المصارف الوطنية في الولايات المتحدة مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) في أوائل عام 1996 في العام هذا قام مكتب مراقبة ومتابعة "العملة" بقياس حجم السوق بعشرات المليارات وبحلول عام 2001 كان المبلغ المستحق أكثر من "2 تريليون دولار"⁽¹⁰⁾.

وعلى الرغم من تمويل المضاربين والمستثمرين للنمو السريع، إلا أن هناك عوامل أخرى كان لها دور في ذلك، فلم يتمكن السوق القوي من الظهور حتى عام 1999 عندما قام الاتحاد الدولي للمقايضات

(7) لو كاس بابا ديموس، نقل مخاطر الائتمان وآثار المترتبة على السياسات، ص 12، www.edb.europa.eu.
(8) المصدر نفسه، ص 13.

(9) Andrew felton and carmen m.reinhart, the first global Financial crisis of 21st Century part II june-december centre for economic policy research.2009.p, 372.

(10) د. عبد الحميد مهري، مبادلات العجز الائتماني وأثرها في الاستقرار المالي، جامعة قسنطينة، ليبيا، 2011، ص 23 - 25.

والمبادلات والمشتقات " الإيسدا " بتوحيد وثائق مبادلة ومقايضة مخاطر الائتمان وايضا في عام 1997 دفعت الأزمة المالية الآسيوية بسوق مقايضات ومبادلات العجز عن سداد قروض الائتمان () CDS الناشئة عن "الديون السيادية"، فضلا عن ذلك في عام 2004، بدأ مؤشر التداول على نطاق واسع ونمى بسرعة وانتعش سوق مقايضة ومبادلة الائتمان، إذ سمحت للمؤسسات المالية بالاقتراض بأكثر مما مسموح لها فزادت الأموال المضارب بها إذ ارتفع من "100 مليار إلى 10 تريليون دولار" في عام 2002 وزاد استخدامها بعد عام 2003 وبحلول نهاية عام 2007، كان مبلغ مبادلة مخاطر الائتمان CDS المستحق (58 تريليون دولار أمريكي) وبحلول نهاية عام 2008 انخفض المبلغ المستحق إلى 28.6 تريليون دولار أمريكي⁽¹¹⁾.

ومنذ 22 حزيران عام 2007، تبدلت طريقة تسوية العجز (لقروض مبادلة مخاطر الائتمان) إلى تسوية " المزاد العلني" بدلا من التسوية المادية لغالبية نماذج (قروض مبادلة الائتمان)، وبالطبع فإن طريقة "المزاد العلني": هي نفسها التي تم استخدامها في بروتوكولات (التسوية النقدية بالمزاد العلني)، لجمعية المتعاملين في المقايضات والمبادلات الدولية، ولكنها لا تتطلب من الأطراف اتخاذ أي خطوات أخرى بعد "الحدث الائتماني"، ولأن معاملات قروض مبادلة ومقايضة مخاطر الائتمان متصلة بالتزامات مؤمنة بقيم "عائدة أعلى" في القيمة من (التزامات السندات غير المؤمنة)، والتي من المفترض أنها أقل الطرق ثمناً لتسليم "مبادلة الائتمان" البسيطة فإن "هامش" قروض مبادلة مخاطر الائتمان بصفة عامة أكثر "تشفافاً" من معاملات مبادلة مخاطر الائتمان على الاسم نفسه⁽¹²⁾.

شهدت الشهور الأولى من عام 2009 تغيرات جذرية في طريقة عمل أدوات مبادلة ومقايضة مخاطر الائتمان والناجمة عن المخاوف بشأن سلامة "الصكوك"، بعد أحداث أزمة الرهن العقاري، ومن أجل تخفيف حدة هذه الأزمة تم تقديم العمليات في أواخر عام 2008، إذ تم السماح بمبادلة ومقايضة الائتمان والتي تعمل على تعويض كلا منها ليتم الغاؤها (جنباً إلى جنب)، مع إنهاء العقود التي تم سدادها مؤخراً مثل تلك القائمة على "بنك ليمان" وقد عمل على تخفيض قيمة السوق الأسمية وصولاً إلى ما يقدر بنحو 25 تريليون دولار " في شهر آذار من عام 2008 ⁽¹³⁾.

ونتيجة لما حصل في عام 2008، عكف منظمي الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا على تطوير خطط مستقلة لتحقيق وتعزيز استقرار سوق " المشتقات"، فضلا عن ذلك توجد بعض المعايير والأسس المتفق عليها "عالمياً"، والتي وضعت في موقعها في آذار 2009 التي تديرها جمعية المبادلات والمشتقات الدولية"، إذ ان اثنين من التغيرات الرئيسة هما ⁽¹⁴⁾:-

(11) Mikko Jakovlev, Determinants of Credit Default Swap Spread European Credit Derivatives, University of Washington, University Library, United States of America, 2016, p, 25 .

(12) IMF Working Paper .Counterparty Clearing of Credit Default Swaps?" (WP/09/254). Retrieved April 25, 2010, P, 27.

(13)Carolyn Spackman "Credit Derivatives Systemic Risks and Policy Options" International Monetary Fund:24. Kramer, Stefan (April 20, 2010,P,56.

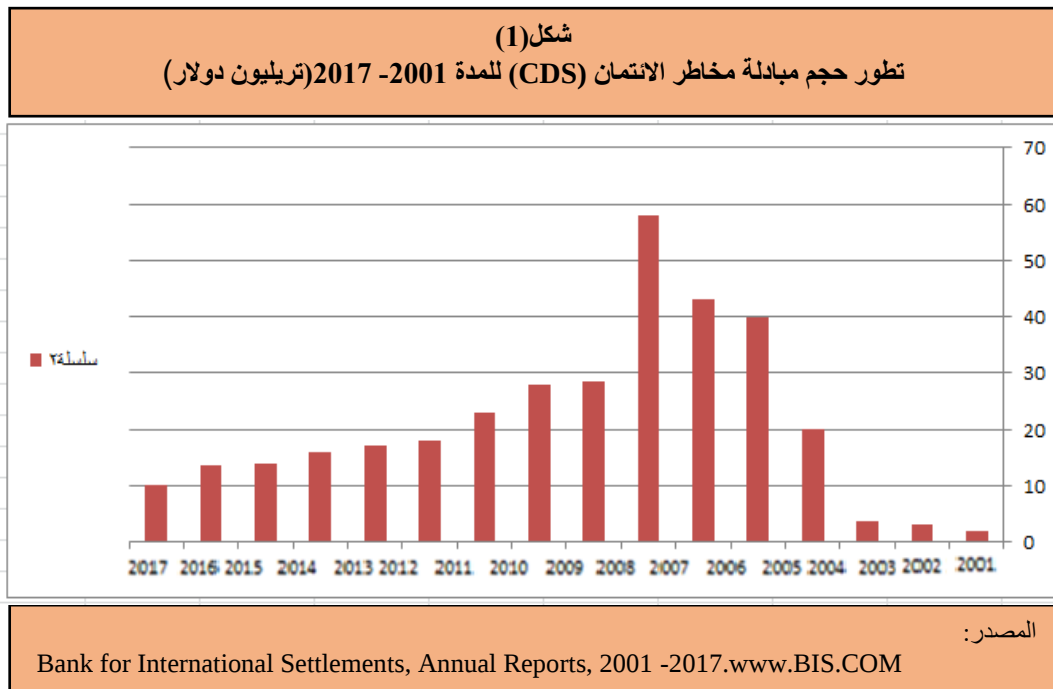
(14).د. عبد الحميد مهري ، مبادلات العجز الائتماني وأثرها في الاستقرار المالي ، مصدر سابق ، ص 25 - 27 .

أ- استحداث غرف " المقاصة المركزية " واحدة للولايات المتحدة الأمريكية وأخرى لأوروبا وتمثل غرفة (مقاصة الطرف المركزي) الآخر لكلا الجانبين من صفقات أدوات مقايضة مخاطر الائتمان وبذلك يقلل من مخاطر الطرف الآخر التي تواجه كلا من المشتري والبائع.

ب- عقود التوحيد القياسي الدولية الخاصة بأدوات مخاطر مقايضة ومبادلة الائتمان لتجنب المنازعات القانونية في " القضايا الغامضة " .

وانخفضت القيمة الاسمية للسوق إلى 23 تريليون دولار بحلول منتصف عام 2010 ولكن وفقا للتقارير الدولية بلغ "7 تريليون دولار أمريكي" في أوائل عام 2012 وقد عكست الزيادة في مراكز المشتقات خارج البورصة في النصف الأول من عام 2016، اذ انخفضت القيمة الاسمية للمشتقات خارج البورصة من 553 تريليون دولار إلى 483 تريليون دولار بين نهاية شهر تموز ونهاية أيلول عام 2016 أي تكلفة استبدال جميع العقود بأسعار السوق 21 تريليون دولار إلى 15 تريليون دولار خلال المدة نفسها وقد أعدت عمليات التطهير المركزي إلى مزيد من التقدم على وجه الخصوص اذ أن حصة التخلف عن سداد الديون التي تم تطهيرها مركزيا قفزت مقايضات القروض من 37% من المبالغ الاسمية القائمة في نهاية ايلول عام 2016 إلى 44% في نهاية تشرين الأول، كما انخفضت المبالغ المعرضة للمخاطر من 21 تريليون دولار إلى 15 تريليون دولار من إجمالي التعرضات الائتمانية التي تعدل القيم السوقية الاجمالية بشكل قانوني⁽¹⁵⁾.

والشكل الآتي يوضح حجم تطور "مبادلة مخاطر الائتمان CDS" من عام 2001 إلى عام 2017 .



⁽¹⁵⁾Michael Simkovic Adler, Barry, ed. Making Fraudulent post-trade processing of OTC credit derivatives contracts". (2016). <http://www.docu-track.com/buy>.

من الشكل (1) نلاحظ التطور الذي حصل في حجم مبادلة مخاطر الائتمان CDS ، إذ بدأت في عام 2001 بحجم 2 تريليون دولار وارتفعت بحدود 58 تريليون دولار في عام 2007 ونتيجة أزمة الرهن العقاري انخفض حجم التداول في CDS ليبلغ 28.6 تريليون دولار واستمر هذا الانخفاض ليصل 10 تريليون دولار في عام 2017 .

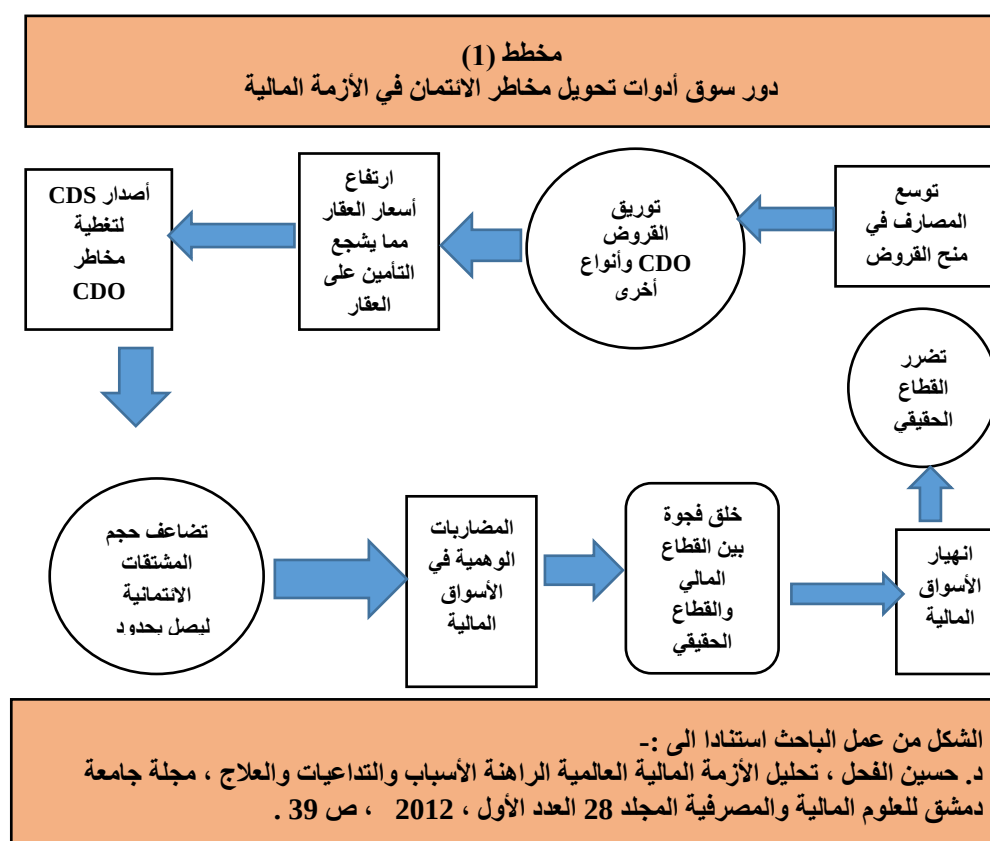
ثانياً : أدوات الدين المترابطة [CDO Credit Default swaps (options)]

من الناحية العملية التعامل بأدوات (CDS) أكثر من التعامل بأدوات (CDO) لذلك تم تناول أدوات (CDS) أولاً، وفيما يخص أدوات الدين المترابطة (CDO) تصنف من مشتقات القروض (خطر عدم القدرة على السداد) وهذا الصنف له خصوصية الحماية ضد أي حادث يتعلق بالقرض وتعرف على أنها : (عقد مالي بين طرفين يقوم أحدهما، مشتري الحماية من خطر عدم القدرة على السداد بدفع "عمولة دورية" حسب قيمة الصفقة والطرف الآخر، بائع الحماية ضد عدم القدرة على السداد) ويكون مستعداً للدفع "المحتمل" في حالة عدم القدرة على السداد (أو في حالة أي حادث آخر مرتبط بالقرض تم تحديده مسبقاً) لطرف أو عدة أطراف⁽¹⁶⁾.

لذا فإن أدوات الدين المترابطة هي نوع من الحماية المنظمة والمدعومة بالأصول وضعت أصلاً لأسواق ديون الشركات مع مرور الوقت تطورت CDO إلى نوع آخر CDS، إذ صدر أول عقود CDO في عام 1987 وكانت الضمانات عموماً سندات الشركات وسندات الأسواق الناشئة والقروض المصرفية وبعد عام 1998 تم تطوير CDO وارتفعت مبيعاتها من 50 مليار دولار في عام 2000 إلى حوالي 545 مليار في عام 2006 ومع استمرار نمو سوق CDO بدأت القروض العقارية تحتل محل القروض الاستهلاكية المتنوعة كضمان وبذلك وفقاً لتقرير تحقيق الأزمة المالية أصبحت CDO المحرك الذي دعم سلسلة الإمداد بالرهن العقاري، وبين عامي 2003 و 2007 أصدرت وول ستريت ما يقارب من 700 مليار دولار من CDO التي شملت الأوراق المالية المدعومة بالرهن كضمان لكن المؤشر المبكر للآزمة في عام 2007 كان عندما قامت وكالات التصنيف بتخفيضات جماعية غير مسبقة للأوراق المالية ذات الصلة بالرهن العقاري وبحلول نهاية عام 2008 تم تخفيض 91% من الأوراق المالية CDO وبذلك انهارت الأموال التي تحتوي على CDO وأبلغ المستثمرون بأنهم سيحصلون على القليل من أموالهم أن وجدت بعض هذه الأموال⁽¹⁷⁾.

قبل أزمة الرهن العقاري كان القليل من يحذر من عقود CDO، إذ يعدوها عقود مخاطرة كبيرة وربما تكون قاتلة لكن خلال الأزمة وبعدها كان الانتقاد إليها كبيراً وصاحباً إذ عدها البعض أنها عقود اصطناعية تحمل مخاطر ائتمان كامنة وبالتالي تأثيرها كارثي على الاستقرار المالي ومن أجل تأمين مخاطر أدوات الدين المترابطة (CDO) قامت بعض المصارف بإصدار مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) من أجل تغطية الخسائر وجاء هذا الفعل للاستجابة لمتطلبات المستثمرين لتحقيق أهداف التحوط وإدارة المخاطر والشكل الاتي يوضح دور سوق أدوات تحويل مخاطر الائتمان في الأزمة المالية .

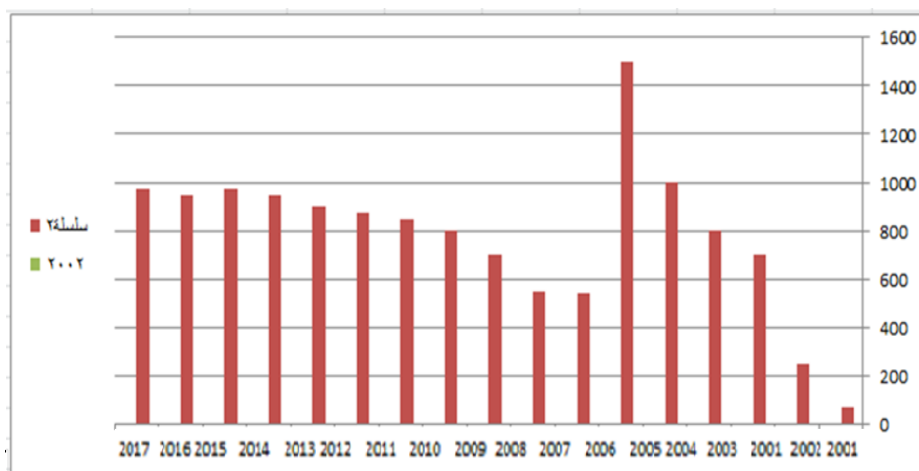
(16) . محمود سحنون ، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات ، المؤتمر العلمي الحادي عشر بعنوان " الأزمة الاقتصادية المعاصرة اسبابها وعلاجها وتداعياتها ، كلية الشريعة ، جامعة جرش ، الاردن ، 2010 ، ص 25.
(17) . Garbowski, Mark "United States: Credit Default Investment Banks and Other Financial Institutions .Wall Street Journal,. 2010, p. 104-119.



بقدر تعلق الأمر بسوق CDO فقد ساعد التوسع في القروض لاسيما قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة إلى ارتفاع قيمة CDO إلى حدود 545 مليار دولار في عام 2006 في ظل سوق CDO العالمي لأكثر من 1.5 تريليون دولار أمريكي اذ كان السوق الأمريكي الأسرع نمواً بين الأسواق العالمية مع زيادة في تمويل الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري من الديون وتعزيز ارباح الشركات والمؤسسات التي تعمل في هذا المجال ولكن بالمقابل لم تصمد أمام ما حصل من أزمة مالية خلال عام 2008 وقد جاء مؤشر مبكر للازمة في عام 2007 عندما قامت وكالات التصنيف بتخفيضات جماعية غير مسبوقة للأوراق المالية ذات الصلة بالرهن العقاري وبحلول نهاية عام 2008 تم تخفيض 91% من الأوراق المالية

CDO وإنهارت الأموال التي تحتوي على CDO وأبلغ المستثمرون بأنهم سيحصلون على جزء من أموالهم وبذلك تحمل المستثمرون جزء من الخسارة الكلية التي حصلت في قيمة الأوراق المالية CDO⁽¹⁸⁾ .
والشكل الاتي يوضح تطور حجم أدوات الدين المترابطة CDO من عام 2001 إلى عام 2017 .

شكل (2)
تطور حجم أدوات الدين المترابطة للمدة 2017-2001 (CDO) في السوق الدولية (مليار دولار)



1-Robert Brooks "An Introduction to Derivatives and Risk Management ".ed.
., outh-Western , USA, 2017 .p.56-67.
2- Bank of International Settlement Annual Report , 2001 -2017
..www.BIS.com

من الشكل يتضح أن هناك تباين في تطور حجم أدوات الدين المترابطة CDO، إذ صدر أول نوع من هذه الأدوات في عام 1987 وبقيت هذه الأدوات غامضة حتى بعد عام 2000 وكان حجم الإصدار عام 2001 بحدود 70 مليار دولار منها 50 مليار في السوق الأمريكية وفي ظل مزاي التوريق كان لدى بنوك الإيداع حافز على توريق القروض التي نشأت في كثير من الأحيان في شكل أوراق مالية CDO هذه الأوراق تنقل مخاطرة القروض إلى أطراف أخرى ونتيجة لزيادة حجم الاستثمارات في جميع العالم لاسيما في الولايات المتحدة أي الاستثمارات في السندات والأوراق المالية المحافظة الأخرى ، ساهم هذا في زيادة الاستثمار في CDO إذ مثل استثمار آمن مدعوم بالرهن العقاري والتزامات الديون المضمونة التي تم تصنيفها بشكل آمن من قبل وكالات التصنيف الائتماني لذلك زاد الطلب على الاستثمار في هذه الأدوات أذ بلغت بحدود 1.5 تريليون دولار في عام 2006 حصة السوق الأمريكي منها 545 مليار دولار لكن هذه النسبة تراجعت بسبب أزمة الرهن العقاري إذ بلغت 550 مليار دولار في عام 2008 وارتفعت

(18) . د . محمود سحنون ، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات ، مصدر سابق ، ص 35 .

في عام 2009 ارتفاع طفيف ليصل بحدود 700 مليار ومن ثم بلغت 975 مليار دولار عام 2017 مع توقعات بزيادة النمو الاقتصادي في عام 2018 .

ثالثاً :- أدوات تحويل مخاطر الائتمان من خلال عمليات التوريق

أن أدوات تحويل مخاطر الائتمان كثيرة ومعقدة لذلك تم التركيز على أهمها CDS و CDO وهذا لا يعني اقتصار هذه الأدوات على هاذين النوعين إذ أن هناك الكثير من هذه الأدوات وسوف نذكر هذه الأدوات التي لا تخرج عن مجال عمليات التوريق من خلال التعريفات القصيرة وهي كما يأتي (19):-

1- أدوات مضمونة بالرهن :-

- أ- أذونات من الفئة A : فئة الأوراق المالية " المضمونة بالأصول " أو " الأوراق المضمونة بالرهنات"، التي تتميز على الفئات الأخرى مثل (الأذونات من الفئة B) في مصطلحات الائتمان والأولية في سداد الفئة A .
- ب- القرض المضمون بالرهن بسعر متغير (ARM): يقصد به القرض " المضمون " بالرهن، إذ يتغير سعر فائدته بصفة "دورية" بناء على سعر (مؤشر محدد) .
- ت- التزام القرض المضمون (CLO): يقصد به "الورقة المالية" المضمونة بمجمع القروض التي تقتريها الشركات من قبل المقترضين من المؤسسات وعادة تكون "المصارف التجارية" .
- ث- التزام الرهن المضمون (CMO): يقصد به " الورقة المالية " المضمونة بمجمع " القروض المضمونة" بالرهن، أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني وأوراق الوكالة المالية وعادة ما تتضمن العملية التي يتم فيها إصدار (التزامات الرهن المضمون فئات متعددة من الأوراق)، بحيث يكون لها تواريخ استحقاق وكوبونات مختلفة .
- ج- الأوراق المالية المضمونة برهن تجاري (CMBS): يقصد بها (الأوراق المالية المضمونة بواحدة أو أكثر من مجمعات القروض المضمونة بالرهن)، ويتم دعم الأوراق المالية المضمونة برهن تجاري بواحدة أو أكثر من القروض المضمونة بالعقارات التجارية، والتي قد تتضمن مجمعات إسكانية متعددة الأسر ومراكز تسوق ومجمعات صناعية ومباني إدارية وفنادق .
- ح- قرض الحد الائتماني المضمون برهن: هو القرض المضمون برهن الذي يرتبط بحد الائتمان الدوار والذي يسحب بموجبه المقترض أموالاً في أي وقت أثناء مدة القرض ويتغير عادة سعر الفائدة المحمل على القرض .
- خ- الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني (RMBS): تعد هذه الأوراق الشكل الأساسي الأول لعملية " التوريق"، وتتضمن هذه الأوراق المالية "إصدار دين"، يتم ضمانه من خلال مجمع متجانس من قروض الرهنات التي تم ضمانها بموجب ممتلكات عقارية سكنية.

(19).See more the following sources ;

- Bowers, Simon . "Banks hit back at derivatives criticism". London. , 2010 .p. 55
- "Archived copy" Archived from the original on and Derivatives Markets Reform: A Guide for Policy Makers, CitizensJune 26, 2010.
- Retrieved. Chatiras, Manolis, andand Other Interested Parties" Brookings Institution 2016-02-08. www.docu-track.com

د- الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية MBS (Subprime mortgages backed securities) : نوع من الأوراق المالية المدعومة (بأصول (ABS)) وعادة ما تكون مضمونة برهن أو مجموعة من " الرهون العقارية " : وهي (أوراق مدد استحقاقها 30عاما)، ويكون عدد المستثمرين فيها محدود لأن غالبية المستثمرين يفضلون عادة أوراق مالية من (2 - 10) أعوام ، وهذا ما استوجب البحث عن " بديل مالي" ممكن أن يكون أكثر مقبولة عند المستثمرين الآخرين ، لذا قامت الشركات التي تقوم بعمليات التوريق (SPV) بتوريق MBS إلى ما يسمى بـ " التزامات الدين المضمونة "، 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)²⁰ .

2- عمليات التوريق الخاصة بأدوات المشتقات الائتمانية

- أ- إصدار الأوراق المالية المدعومة بأصول معينة .
- ب- مبادلات الائتمان يقصد به الطرف الذي يقوم بتحرير "عقد مبادلة"، وغالبا ما يتم استخدام المبادلات والمقايضات في عمليات " التوريق"، للوقاية من عدم التوافق بين (الأصول والأوراق المالية) .
- ت- مبادلات العائد الكلي (Total Return Swaps) : اتفاقية بين طرفين يتم فيها تبادل دفعات دورية خلال المدة المحددة للاتفاقية، الأول يقدم دفعات تعتمد على العائد الكلي للكوبونات مضافاً إليها الأرباح أو الخسائر الرأسمالية العائدة لأصل محدد معروف، الطرف الثاني يقدم دفعات ثابتة أو عائمة وتقوم دفعات الطرفين على أساس المبلغ الأصلي نفسه والأصل المعين يمكن أن يكون أي أصل الرقم القياسي أو سلة من الأصول .
- ث- أدوات الدين المترابطة (Credit Linked Notes): ربط أداة دين مع مشتقة ائتمانية مقابل الحصول على عائد أعلى على هذه الورقة ويقبل المستثمرون التعرض لحدث ائتماني محدد كأن يشترط تسديد قيمة الورقة بأقل من القيمة في حال حصول تعثر في الأصل المحدد قبل استحقاق الورقة ، أدوات الدين المترابطة (CLN) هي في الغالب أوراق أو قروض أو شهادات ايداع مع بعض الأبعاد الائتمانية المضافة عادة، ولكن ليس دائما تزود من خلال المشتقات الائتمانية وأغلب أدوات الدين المترابطة (CLN) تتكون من السندات ويتم إصدارها من خلال تصنيف المقرض الجيد، وتكون على شكل رزمة مع مبادلات الائتمان على مخاطر الجدارة الائتمانية الأقل على سبيل المثال ممكن للمصرف أن يبيع بعض تعرضات الأخطار الناشئة من خلال إصدار السندات المرتبطة بمخاطر التعثر لهذه المخاطر أو تحويل المخاطر وهذا يساعد في الوصول إلى هدف التقليل من التعرضات الائتمانية .
- ج- خيارات الهامش الائتماني: خيارات الهامش الائتماني هي الجيل الثاني من مشتقات المبادلات الائتمانية مثل الأنواع الأخرى من الأدوات الآنية التي تقيم على أساس العرض والطلب ولكن خيارات الهامش تتطلب استخدام نماذج تقييم ائتمانية معقدة ومعظم خيارات الهامش تكتب ما بين التجار والمستثمر النهائي .

3- عمليات التوريق المضمونة بالمخزون أو الأصول

20. Retrieved. Chatiras, Manolis, andand Other Interested Parties" Brookings Institution 2016-02-08. www.docu-track.com.

عمليات التوريق لمؤسسات تجارية بالكامل عملية "التوريق" للشركة أو المؤسسة التجارية بالكامل، تشير إلى إصدار (سندات مضمونة بالمخزون) أو (بالأصول المنتجة)، لتدفقات لدى شركة ما، وفي حال المباشرة بإجراءات الأشهار والاعلان افلاس الشركة، أو عسارها يجوز عزل الضمان " قانونياً " لصالح حاملي (الأذن والسندات)، ويمكن ادارته من قبل "مشغل احتياطي"، وبالتالي تمديد قدرة "الضمان" على انتاج تدفقات نقدية لصالح (حاملي الأذن والسندات)، وعند أجراء عمليات تعزيز كافية لهيكلية "الديون"، يتم تحويله إلى أوراق مالية، لذلك يمكن أن تحقق عملية التوريق "تصنيفاً أعلى" ومدة أطول للدين الذي يتم تحويله إلى " أوراق مالية" من (الدين المضمون أو غير المضمون لإحدى الشركات أو المؤسسات)²¹.

المبحث الثاني/ العلاقة الجدلية بين أدوات/ تقليل وتحويل مخاطر الائتمان وتأثيرها بالنشاط الاقتصادي

سيخصص هذا المبحث لتناول تطور أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان وفوائدها ومخاطر تطبيقها وتأثيرها بالنشاط الاقتصادي .

المطلب الأول/ تطور حجم أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان

تطور سوق أدوات تقليل وتحويل مخاطر بشكل كبير قبل الأزمة ليصل إلى نسبة 15% من حجمها العالمي لكن هذه النسبة تغيرت بعد الأزمة لتصل إلى 6% من الحجم الكلي بسبب أزمة الرهن العقاري⁽²²⁾.

أولاً: تطور حجم أدوات تحويل مخاطر الائتمان قبل أزمة الرهن العقاري

ظهرت مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) منذ أوائل التسعينيات وزاد استخدامها بعد عام 2003 ويطلق عليها أيضاً مبادلات العجز أو التعثر الائتماني، وفي إطار المخاطر المالية أصبحت CDS مثال على كيفية استخدام بيانات مبادلة مخاطر الائتمان لتحديد رؤية السوق للمخاطر الائتمانية عبر مجموعة واسعة من الكيانات وتشمل هذه الكيانات الدول والمؤسسات المالية والمصرفية ويزيد حجم سوق مبادلة الائتمان CDS إلى أكثر من الضعف في كل عام عن 3.7 تريليون دولار⁽²³⁾ .

في عام 2004 كانت قيمة المشتقات الائتمانية 8 تريليون دولار، إذ كان سوق لندن هو المركز الرئيس لسوق المشتقات الائتمانية العالمية قبل نيويورك وتشير التقديرات إلى أن سوق لندن قد وصل إلى 2.2 تريليون في العام 2004 نفسه أي حوالي 44% من إجمالي السوق العالمية مقارنة بسوق نيويورك 40% وتشمل أمثلة المشتقات الائتمانية مقايضات العجز الائتماني والأوراق المالية المرتبطة بالائتمان وانتشار الائتمان والخيارات ومجموع مقايضات العائد الائتماني⁽²⁴⁾.

في عام 2006 توسعت أحجام المشتقات غير المدرجة في البورصة بوتيرة سريعة وبلغت القيمة لجميع العقود خارج البورصة 370 تريليون دولار أي بارتفاع 24% وكان هناك نمو في الائتمان، إذ ارتفعت

21. Bowers, Simon . "Banks hit back at derivatives criticism". Iron Woman Press London, 2015, p. 57.

مترجم: Bhat, Sudhindra , Financial Management Principles and Practice, 2nd edition, published by Anurag Jain Excel Books , delhi, 2009, p. 67.

(23). Acharya, Viral, Philipp Schnabl, and Gustavo Suarez . "Securitization Without Risk Transfer," Journal of Financial Economics, 2013, Vol. 1, 07(3), 515-536. □

□ مترجم: 5. Bank of International Settlement Annual Report , 2005 , p, 106

القيمة الاسمية لمبادلات التخلف عن السداد الائتمانية 46% وارتفعت المشتقات بنسبة 24% وسارع النمو في سوق المقايضات عن السداد إلى 46% مقابل 36% في عام 2005 ومن مجموع القيمة الاسمية لعقود المشتقات 443 تريليون دولار كانت قيمة عقود مقايضات التخلف عن السداد بحدود 42.23 تريليون دولار اما اجمالي التعرض للائتمان بحدود 96.70 تريليون دولار وبحلول نهاية عام 2007 اصبح " لسوق CDS" قيمة اسمية بمبلغ 58 تريليون لكنها انخفضت بداية 2008 نتيجة أزمة الرهن العقاري لتصل إلى حدود 28.6 تريليون دولار (25) .

أما تطورات السوق في عام 2008 استمرت الزيادة في القيمة الاسمية غير المدرجة في البورصة في عام 2008 وبلغت القيمة الاسمية لجميع العقود خارج البورصة 547 تريليون دولار أي بزيادة قدرها 15% ، اذ انخفضت عقود مقايضات التخلف عن السداد بنسبة 1%، فيما سجلت عقود مشتقات اسعار الفائدة ومشتقات العملات الاجنبية نموا كبيرا بنسبة 17% أما عقود العملات الأجنبية ارتفعت بنسبة 12% ، اذ لم يكن هناك سوق مركزي أو غرفة المقاصة لصفقات مقايضة مخاطر الائتمان وكانت جميع تداولاتهم تتم خارج الاسواق الرسمية(26).

من هنا يتبين ضخامة سوق "المشتقات المالية" وارتفاع قيمتها إلى (480 تريليون دولار) بداية العام 2007 بما يعني أن قيمتها تبلغ 10 أضعاف "الناتج المحلي الإجمالي" العالمي الرهن وتصل إلى 35 ضعف الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية والبالغ 14 تريليون دولار وهي بذلك تصل إلى 8 أضعاف قيمة الأسهم المتداولة بكافة البورصات الدولية وتكاد السوق الأمريكية والبريطانية أن تحتكر سوق المشتقات المالية (27).

تعقدت آليات تجميع وتوريق الديون لاسيما المتصلة بالعقارات، اذ تنامت على نحو هائل والنتيجة ابتكار المصارف لطرق جديدة لجميع الأوراق المدعومة بالقروض وتقسيم المجموع في شرائح مخاطر ائتمان وفي محاولة منها للحد من مخاطر هذه الائتمان الجديدة استخدمت المصارف التوريق اي التعامل بالأوراق المالية اذ حاولت تحويل هذه القروض إلى أوراق مالية لبيعها في اسواق الأسهم فخلال المدة-2006 (2001) بلغت نسبة القروض عالية المخاطر والمحولة إلى سندات والمباعة لمستثمرين في الاسواق المالية ما بين 60% و70% وبحسب بيانات بنك التسويات الدولي أن عقود المشتقات بلغت نهاية 2007، 600 تريليون وهو ما يعادل احد عشر مرة بقدر الناتج الاجمالي للعالم (28).

ووفقاً لبيانات صناعة الأوراق المالية ورابطة السوق المالية العالمية شهدت اسواق تحويل مخاطر الائتمان لاسيما في اسواق التوريق نمواً كبيراً، اذ زادت قيمة التوريق المعلقة من 5.731 تريليون دولار في عام 2001 إلى 139.97 تريليون دولار في العام 2008 ويمكن أن يعزى هذا النمو إلى فوائد التنويع

(25)Bank of International Settlement Annual Report , 2006 . p, 104.

(26)Bank of International Settlement Annual Report , 2006. P, 105.

(27)Jorion . Philippe , " Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk " International.ed. Irwin, McGraw – Hill ,USA, 2006,p. 89.

(28)Gennaioli . Nicola , Andrei Shleifer , & Robert Vishny " Neglected risks, financial innovation, and financial fragility", Journal of Financial Economics, ,2012.. No. 104 ,(452-468).

المتعلقة في معاملات التوريد عن طريق نقل مخاطر الائتمان من خلال تقليل حجم مخاطر الائتمان في ميزانيات المصارف العمومية وهذا يساهم في نقل مخاطر الائتمان في القطاع المصرفي⁽²⁹⁾.

وشهدت المدة ما قبل الأزمة المالية ارتفاع غير مسبوق في حجم التعامل بأدوات تحويل المخاطر الجديدة والمتنوعة ، اذ شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والقروض وتوافر استراتيجيات وسياسات مختلفة لحماية ضد المخاطر كما لها الكثير من الاستراتيجيات الاستثمارية المبتكرة لذلك نمت هذه الأدوات بحوالي 24% سنوياً في سوق المشتقات المالية وقد كشفت تقارير مؤسسات المال عن حجمها الذي بلغ 457 ترليون دولار عام 2007 اذ لم تشهد أي فئة أخرى من الأدوات المالية مثل هذا النمو لكن يبدو كان هناك افراط في نقل مخاطر الائتمان إلى خارج الميزانيات العمومية للمصارف لاسيما إن قيمتها كانت قبل الأزمة 60 ترليون دولار⁽³⁰⁾.

ومن حجم القروض الكلية من المدة (2001-2007) التي نمت بشكل كبير بمتوسط مركب يزيد على 80% كانت نسبة تحويل مخاطر الائتمان 13%، ولان الغاية تخفيف مخاطر الائتمان لان 90% من القروض المباعة لديها تصنيف ائتماني مقابل 60% من القروض غير المباعة⁽³¹⁾.

فيما قروض ما بين 2006-2007 شكلت نسبة المخاطر الائتمانية فيها 29.4% و 33.2% من المجموع الكلي للائتمان ونظرا لارتفاع نسبة المخاطر تشير الدراسات إلى وضع برنامج لنقل مخاطر الائتمان يضاف إلى الاجراءات الأخرى التأمين الائتماني والضمانات من اجل توفير حماية اضافية من مخاطر الائتمان وبذلك اصبح برنامج تحويل مخاطر الائتمان مقبول اقتصادياً ومن اجل تحويل بعض مخاطر الرهون العقارية خضعت هذه القروض لهذا البرنامج⁽³²⁾.

اما مقايضات التخلف عن السداد انخفضت بنسبة 27% في عام 2008 وذلك بسبب الانخفاض في الاعمال التجارية بين الوكلاء والعقود مع المؤسسات المالية الأخرى من المجموع الكلي للمشتقات 58 ترليون قيمة مقايضات عدم السداد التي يطلق عليها مبادلة مخاطر الائتمان CDS التي كانت يمثل حجمها أغلب الحجم الكلي لأدوات تحويل مخاطر الائتمان والتي سنتناولها في الفصل الثالث بشيء من التفصيل لأنها هي من القوي عليها اللوم كونها السبب في أزمة الرهن العقاري وعدم الاستقرار المالي⁽³³⁾.

ثانياً : تطور حجم أدوات تحويل مخاطر الائتمان بعد أزمة الرهن العقاري

كشفت الأزمة المالية التي بدأت في اب عام 2007 عن ثغرات هامة في احصاءات أدوات تحويل مخاطر الائتمان على وجه الخصوص المعلومات التي تتعلق بالتغيرات الهيكلية واسواق المشتقات العالمية ومنها الأسواق غير المنظمة التي شكلت 90% من حجم التداول في هذه المشتقات فضلاً على أدوات نقل

(29) Wang. Xuan, "Innovation Risk in the Financial Derivatives", School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing, China, 2007.p. 89.

(30) Chance, Don M, Robert Brooks "An Introduction to Derivatives and Risk Management " 9th.ed. , South-Western, USA, 2013.p. 67.

(31) Daryl Duffy, Innovations in Credit Risk Transfer of Implications for Financial Stability, Monetary and Economic Management, New York, 2008.78.

(32) Shiu. Yung-Ming, Peter Moles & Yi-Cheng Shin, "Determinants of Derivative Use and Its Impact on Bank Risk", Taichung Harbor Road, Taichung, TAIWAN, 2013.p. 45.

(33) Bank of International Settlement Annual Report , 2008 p, 112.

وتحويل مخاطر الائتمان وتوزيعها النهائي وكان التركيز على توزيع تغطية مقايضة العجز عن السداد (34).

والسياق التاريخي لمعاملات نقل وتحويل مخاطر الائتمان يؤكد بأن حصة هذه المعاملات منذ عام 2001 بلغت 5.7 تريليون دولار ارتفعت إلى 60 تريليون عام 2007 ثم انخفضت إلى 30 تريليون دولار عام 2009 وإلى 16 تريليون دولار عام 2014 وإلى 12 تريليون دولار عام 2017 (35).

وفي ظل برنامج تحويل مخاطر الائتمان قامت بعض المؤسسات بتحويل مخاطر الائتمان في الرهون العقارية بتحويل حوالي 838 مليار دولار من عام 2013 حتى نهاية عام 2015 إلى أطراف أخرى لتغطية خسائر الائتمان من أجل التعزيز الائتماني وتقليل مخاطر الائتمان لتصل نسبة معاملات تحويل مخاطر الائتمان 23% من إجمالي تحويلات خلال عام 2017 وفي الأعوام التي تلت الأزمة الاستهداف يكون من خلال تحويل مخاطر الرهون العقارية وتحدد بطاقة الاداء عام 2018 بأن تقوم المؤسسات بنقل مخاطر الائتمان بنسبة لا تقل عن 90% فيما يتعلق بالقروض المستهدفة والقابلة لنقلها وتحويلها إلى أطراف أخرى كما تستهدف المؤسسات حالياً الرهن العقاري من مخاطر الائتمان مع تسهيلات الاجل بنسبة 60% أو 20 عام أو 15 عام من الرهون العقارية أو القروض طويلة الاجل التي تقل عن 60% وهي تحمل ائتماناً منخفضاً نسبياً وهنا من الصعب اجراء معاملات نقل مخاطر الائتمان بكفاءة لكن بعض المؤسسات حققت فرص تحويل مخاطر الائتمان على بعض الفئات من القروض التي تصل مدتها إلى 15 عام (36).

وفي تموز 2017 أصدرت الوكالة الاتحادية تقريراً مرحلياً عن نقل المخاطر الائتمانية إلى القطاع الخاص شمل الشركات في الولايات المتحدة وكما مبين في التقرير المرحلي منذ بداية برامج تحويل مخاطر الائتمان الذي بدأ في عام 2013 والهدف منه استهداف حجم التداول في المشتقات المالية والذي بلغ 12 تريليون دولار حصة الولايات المتحدة بحدود 53% وحددت التحويلات من خلال اصدارات الدين ومعاملات التأمين وأعادته التأمين ومجموعة متنوعة من القروض المضمونة بالدين (37).

ثالثاً :- تطور حجم أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان في السوق الدولية

في ظل السياق التاريخي لتطور حجم المشتقات المالية والذي ساعد على تطور أدوات تقليل وتحويل المخاطر الائتمانية، هذا التطور لا يسمح للبعض من نكران مدى الفوائد والارباح الذي حصل عليها البعض من التعامل بهذه المشتقات المالية، إذ ارتفع حجم التداول في المشتقات المالية من أقل من 100 تريليون دولار عام 1998 إلى أكثر من 198 تريليون عام 2003، أي انها تضاعفت ثلاث مرات في أقل من سبعة اعوام ومن ثم بلغت "700 تريليون دولار" قبل الأزمة المالية، وأهم ما يمكن ملاحظته أن حجم التعامل

(34) Nova. Mariana Vila, António Cerqueira, & Elísio Brandão, "Hedging With Derivatives and Firm Value: Evidence for the nonfinancial firms listed on the London Stock Exchange", FEP-UP, School of Economics and Management, University of Porto, 2015, p. 99.

(35) Bank of International Settlement, Annual Report, 2016, p. 109.

(36) Agénor, PR, E Kharroubi, L Gambacorta, G Lombardo and LA Pereira da Silva "The international dimensions of macroprudential policies", BIS Working Papers, 2017, no 643.

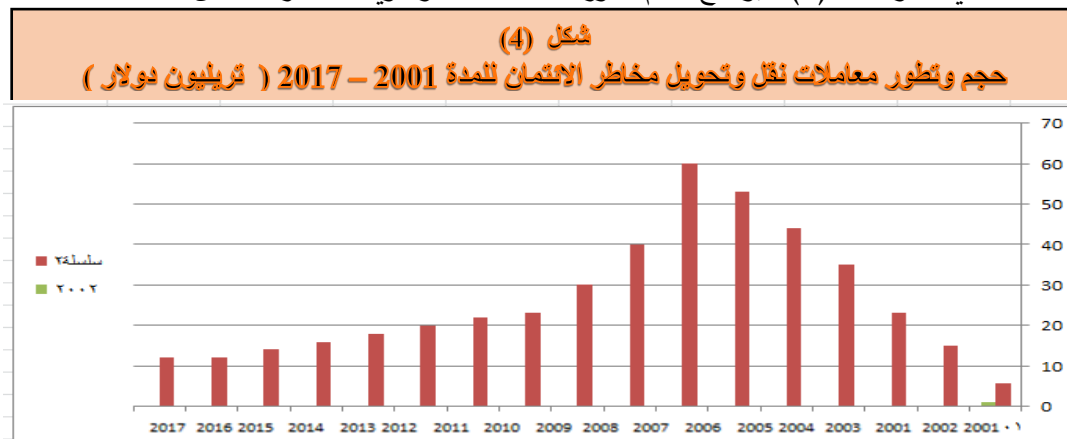
(37) International Federation Agency, Credit Risk Transfer Report, New York, Julio, 2017, p. 23.

بالمشتقات المالية في السوق غير المنظم (السوق غير الرسمي) يعادل " 92% " فيما التعامل في السوق المنظمة (السوق الرسمي) يمثل " 8 % " في عام 2017⁽³⁸⁾ .

لذا من المفيد أن نذكر تطور حجم المشتقات المالية في السوق الدولية من اجل بيان ومعرفة حجم أدوات نقل وتحويل مخاطر الائتمان في ظل الحجم الكلي للمشتقات المالية بعد أن نُؤشر ذلك من خلال الشكل الآتي :-



الشكل (3) يبين حجم تطور المشتقات المالية من عام (2001-2017) إذ بدأت بـ 100 تريليون دولار وارتفعت بحدود 600 تريليون دولار عام 2007 ثم انخفضت إلى حدود 550 تريليون دولار في عام 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية ثم ارتفع حجم المشتقات المالية ليصل إلى حدود 700 تريليون دولار بداية عام 2014، ثم عاود بالانخفاض في العام نفسه بسبب الركود الاقتصادي وانخفاض النمو الاقتصادي والانخفاض في اسعار النفط العالمية وهنا يطرح سؤال ؟ هل أن هذه الزيادة كان لها تأثير عن النشاط الاقتصادي، سنجيب عن ذلك في المطلب الذي يوضح تأثير أدوات نقل وتحويل مخاطر الائتمان بالنشاط الاقتصادي. والشكل (4) سيوضح حجم تطور معاملات نقل وتحويل مخاطر الائتمان.



(38)Bank for International Settlements, Annual Report, 2017 p, 105.

المصدر :-

Bank for international Settlements, Annual Reports, 2001-2017 www.BIS.COM

يبين الشكل (4) تطور حجم معاملات نقل وتحويل مخاطر الائتمان من (2001-2017) اذ تطور حسب السياق التاريخي من مبلغ 5.7 تريليون دولار ليصل إلى حدود 60 تريليون دولار في عام 2007 انخفض هذا المبلغ بحدود 30 تريليون في عام 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية وتراجعت بعد ذلك إلى مبلغ 12 تريليون دولار في عام 2017 .

المطلب الثاني/ أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان/ وتأثيرها بالنشاط الاقتصادي بين السلب والايجاب

نحن امام رأيين الاول يقول أن هناك تأثير إيجابي لأدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان على النشاط الاقتصادي فيما الرأي الثاني يقول ان هذه الأدوات لها تأثير كارثي على النشاط والاستقرار والاقتصاد العالي لذلك ليس لنا الا الحياد امام هذه الآراء وبعد طرحها يمكن ان يترشح لدينا نصره احد هذه الآراء بمعنى هل يمكن ان تكون أدوات تحويل مخاطر الائتمان مفيدة للاقتصاد؟ هل ساهمت هذه الأدوات في زيادة النشاط الاقتصادي ومستويات المعيشة للأفراد والمجتمعات ؟ بالتالي اين سنقف نحن من هذه الآراء؟ هل نكون مع من يقول انها مفيدة لأنها ساهمت في زيادة التداول وزيادة دورات رأس المال وبالتالي زيادة الارباح والدخول والطلب الكلي على السلع والخدمات لان هناك ارباح ودخول تولدت ومن الطبيعي هذه الزيادة ستخصص لزياد الطلب الكلي ومن ثم زيادة الاستثمار والاستهلاك والانتاج ، لكن ماذا بشأن من يقول أن زيادة أدوات تحويل مخاطر الائتمان لم تساهم في زيادة الانتاج الكلي هي فقط زيادة في التجارة الالكترونية القائمة على التجارة الرقمية والمضاربة وقد تكون هناك ارباح لكن لا زيادة في الاقتصاد الحقيقي القائم على الزيادة في السلع والخدمات لان حجم المشتقات المالية وصل إلى "700 تريليون دولار" في حين حجم الناتج الحقيقي العالمي وصل بحدود 60 تريليون دولار بمعنى حجم المشتقات المالية بحدود عشرة اضعاف حجم الناتج الحقيقي وكانت نسبة أدوات تحويل مخاطر الائتمان بحدود 60 تريليون دولار أي ما يعادل 10% من الحجم الكلي للتداول في المشتقات المالية (39).

هذه التساؤلات سنحاول تحليلها والخروج برؤية نراها تتناغم مع المنطق والتحليل العلمي المبني على اسس سليمة بدون تحيز، بالتالي أي الآراء سوف نناصرها ونقف معها من خلال الدليل العلمي المنطقي، والجدل موضح بالنقطتين الآتيتين:-

اولاً:- المؤيدين لاستخدام أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان - نظرة إيجابية

يبدو أن أدوات تحويل مخاطر الائتمان وبما تحقق من خلال تطور حجمها في الأسواق وزيادة النشاط الاقتصادي و الأرباح التي تحققت وهذا فتح الشهية في اسواق المشتقات الائتمانية من اجل لعب دوراً داعماً في السيطرة على انتشار المخاطر بشكل افضل عبر النظام المالي والقطاع المصرفي أذ يرى المدافعين

(39) European Central Bank, Credit Risk Transfer by European Union Banks Activities, Risks and Risk Management Joint Report of the Banking Supervision Committee of the European System of Central Banks, 2010, p. 101.

عن أدوات تحويل مخاطر الائتمان ودورها الايجابي في النشاط الاقتصادي أن لها آثار مفيدة على سوق سندات المؤسسات المصرفية وغير المصرفية إذ ساهمت في زيادة القدرة على التحوط من المخاطر عبر أسواق أدوات المشتقات الائتمانية في تحسين السيولة في الأسواق الأساسية في ظل قدرة المستثمرون على التمييز الفعال بين المخاطر عبر القطاعات في فترات تشهد مزيداً من الضغوط لاسيما في الازمات المالية سواء على الاقتصاد او الأسواق المالية (40).

أن أدوات تحويل مخاطر الائتمان ساعدت بفعالية في تعزيز كفاءة النشاط الاقتصادي والنظام المالي من خلال تزويد المؤسسات المصرفية وغير المصرفية بإمكانية الوصول إلى مجموعة أوسع من مجموعات المخاطر والعائد ومجموعة أكبر من المخاطر الكامنة وتعزيز سيولة أسواق سندات المؤسسات والشركات ويشير النمو السريع لأدوات تحويل مخاطر الائتمان إلى سوق أكثر تكاملاً لمخاطر الائتمان هذا من جانب، فيما هناك فوائد تحققت من خلال الأرباح التي حصلت عليها مؤسسات المال والاستثمار نتيجة تداول أدوات تحويل مخاطر الائتمان، إذ لا يمكن ان يتغاضى البعض عن ارتفاع مستوى المعيشة نتيجة للأرباح التي تحققت نتيجة العمل بهذه السياسات والأدوات وبالتالي النقد يأتي من كون هذه الأدوات هي اقرب ما تكون مقاومة لذلك البعض يرفضها لكن الجميع يعلم أن الاقتصاد الحر غير معني بالجانب الابدلوجية عندما يناقش وسيلة يمكن ان تحقق الأرباح لمؤسسة او فرد لذلك لا ينكر أن هذه الأدوات الاستثمارية حققت فوائد وارباح ودخل ساهم في ارتفاع مستوى المعيشة (41).

ثم أن ما تحقق من ارباح ساهم بشكل كبير في زيادة المشاريع الاستثمارية من خلال استخدام هذه الارباح في اقامة المشاريع الصناعية وما يدل على ذلك ارتفاع مؤشر الصناعة في الدول الصناعية، نعم ربما من خلال نقل مخاطر الائتمان إلى اطراف اخرى إذ ان من المعلوم أن نسبة كبيرة من خسائر الأزمة المالية تحملتها دول اخرى غير الولايات المتحدة التي حصلت فيما الأزمة، إذ إن هناك اموال كثيرة تبخرت نتيجة انخفاض أسعار الاسهم والسندات وهذه الأموال تركزت بشكل بنية تحتية في الاقتصاد الأمريكي وتحملت بلدان كثيرة بعض الخسائر نتيجة أزمة الرهن العقاري (42).

ثانياً: المعارضين لاستخدام أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان - نظرة سلبية

يرى اصحاب هذه الرؤية التي تؤكد أن أدوات تحويل مخاطر الائتمان كانت السبب في الأزمة المالية وبالتالي لم يكن لها تأثير في النشاط الاقتصادي وتلخص دورها بالسلب على هذا النشاط وأن مكنم الخطر الحقيقي في هذه الأدوات انها قائمة على المعاملات "الاقتراضية" وترتبط بمضاربات مستقبلية وأجلة لتعاملات شبه "وهمية"، وتديرها اساساً المؤسسات المالية والبنوك الكبرى والعلاقة وشركات التأمين الامريكية هذه المؤسسات تعرضت إلى الافلاس لولا تدخل الحكومة الامريكية ونقل مخاطر الائتمان من القطاع الخاص إلى القطاع العام (43). يقوم "النظام المالي العالمي والأسواق المالية" على أدوات المشتقات المالية التي تعتمد على "معاملات وهمية" و"رقمية شكلية"، تقوم على الاحتمالات ولا يترتب عليها مبادلات

(40) جون روث ، نقل مخاطر الائتمان التطورات والاثار المترتبة عن السياسات ، بحث منشور البنك المركزي الاوربي www.ecb.europa.eu

(41) Fitch, World Credit Derivatives Survey published on the Settlement Bank website, 2017 p, 106. www.BIS.com

(42) د. د. مهدي عبد الله، الأسواق المالية واثرها على الاقتصاد المحلي، مجلة فيصل الإسلامية، جده، 2011، ص 45.

(43) د. مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، الرياض، 2009، ص 65.

فعلية للسلع والخدمات فهي عينها (المقامرات والمراهنات)، التي تقوم على الحظ والقدر والأدهى أن معظمها يقوم على ائتمانيات من المصارف في شكل قروض وعندما تأتي الرياح بما لا تشتهي السفن ينهار كل شيء وتحدث الأزمة المالية (44).

أدت الأزمة المالية العالمية إلى إعادة تقييم المنافع والمخاطر المتصلة بالتمويل والخدمات المالية ولاسيما بما يتعلق بعمليات التوريق والمشتقات المالية المعقدة فقد نمت إلى 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% إلى 25% من اجمالي الناتج المحلي (GDP) في الاقتصادات المتقدمة ومن نحو 2.5% إلى 12% من GDP من الاقتصادات النامية (45).

تسببت الأدوات بالكثير من الازمات المالية والاقتصادية لاسيما ازمة الرهن العقاري اذ يلقى اللوم على أدوات تحويل مخاطر الائتمان ودورها في عدم الاستقرار المالي وبالتالي هنا يطرح سؤال؟ هو لماذا حصلت كل هذه الازمات المالية بما فيها الأزمة المالية العالمية؟ وماذا تعني للمستثمر فكان الجواب في الصحف العالمية هو أدوات المشتقات المالية والائتمانية عامة وأدوات تحويل مخاطر الائتمان خاصة أذ كانت السبب باعتبارها كما يقال أوراق مالية معقدة وعالية المخاطرة وبالتالي هي من تؤدي بالمستثمرين إلى نهاية مالية خاسرة (46).

اضف إلى ذلك، أن كل دولار يمكن أن يخسر في سوق العقار، يؤدي إلى خسارة عدة اضعاف في سوق " أدوات تحويل مخاطر الائتمان"، اذ أن حجم الديون المراهن عليها بلغ (60 تريليون دولار بنهاية 2007)، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة بأكمله لا يتجاوز 10 تريليون دولار في حين يقرر الرهن منخفض الملاءة بنحو (1.3 تريليون دولار)، وإذا كانت المشتقات الخاصة بالأصول الأقل ملاءة تبلغ ثلث المشتقات الائتمانية فهذا يعني أن كل دولار تم اقراضه فعلاً يتم الرهان عليه نحو "عشر مرات"، ويترتب على ذلك أنه في حالة " تعثر المدين"، فإن الخسارة لا تقتصر على "المقترض الفعلي" له، بل تتعداه إلى المجازفين والمضاربين، لأن سوق أدوات تحويل مخاطر الائتمان تقامر بأموال المودعين والمستثمرين والمقرضين من المؤسسات المالية الأخرى، اذ أن الخسارة ستكون ضرراً على الاقتصاد الكلي بأكمله وليس على "المقامرين" وحدهم (47).

عند تدقيق عمق الأزمة العالمية لأصحاب الرأي الاول يكشف ضخامة سوق المشتقات وارتفاع قيمتها لتبلغ (10 أضعاف الناتج المحلي العالمي)، وتصل إلى (35 ضعف الناتج المحلي الاجمالي الأمريكي البالغ 14 تريليون دولار)، وهي بذلك تساوي ثمانية (أضعاف قيمة الأسهم المتداولة) بكافة البورصات الدولية، ولا تعبر هذه السوق عن أموال حقيقية بل تعكس معاملاتها أموال " افتراضية " بحكم أن عمليات

(44) IMF, World Economic Update, Annual Report, 2017, p. 65.

(45) IMF, World Economic Update, Annual Report, 2009, p. 78.

(46) Agnello, L and R Sousa : How do banking crises impact on income inequality?", Applied Economics Letters , vol 19,2012 issue 15, p , 145.

(47). Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Oakland .
/www.docu-track.com .

الشراء للمشتقات المالية يتم سداد جزء زهيد من قيمتها مما أسهم في تضخم قيمتها كمشتقات دون علاقة مع الأموال المدفوعة فعلياً وصلت قيمتها إلى (600 بليون دولار فيما القيمة الحقيقية 60 ترليون دولار) (48). كان لإنشاء سوق المشتقات المالية وأدوات تحويل مخاطر الائتمان بناءً على أصل واحد لعدد من المرات في منح القرض الكثير من المخاطر على النظام المالي وانطلقت شرارة الأزمة بامتناع المدينون عن السداد لأي سبب من الأسباب ومع بداية عام 2008 عجز عدد كبير من المقرضين عن السداد وأصبح عدد العاجزين عن السداد بالملايين مما أدى إلى عجز شركات كبرى وإعلان إفلاس بعضها في ظل عدم القدرة على إثبات بعض الالتزامات كمبادلات الائتمان ومبادلات مخاطر الائتمان لأنها لا تتوفر فيها شروط الاثبات والضمانات الكافية التي توفر السياسة الاحترازية الكلية (49).

في ضوء ذلك تراجعت معدلات تقديم القروض (الائتمان) في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع المصارف المركزية إلى ضخ الأموال في الأسواق المالية لتقليل حدة هذه الأزمة، ولم تتوقف "المجازفة" عند حد الانتشار في (سندات قروض)، أعطيت بلا ضمانات بل حدث ما هو أخطر إذ أن إحدى أدوات تحويل مخاطر الائتمان CDS التي تمثل أغلب عقود مبادلات الائتمان والتي يعود إليها اللوم في أزمة الرهن العقاري والتي من شأنها أن تفسر حجم خطورة المقامرة التي دخلت فيها صناديق التحوط وهو الرهان على انقباض سوق الائتمان وعلى تراجع قيمة الأوراق المالية المدعومة بأصول يضاف إليها أدوات تحويل مخاطر الائتمان والمعروفة باسم "التزامات الدين المضمونة CDO" فضلاً عن "القروض السكنية في السوق الثانوية" كل هذه الأدوات ساهمت في أزمة الرهن العقاري (50).

وقد دأبوا المهندسين الماليين على تطوير أدوات نقل وتحويل مخاطر الائتمان التي هي جزء من المنتجات المشتقة الجديدة والمعقدة والتي تبدو صعبة ومعقدة، أن لم تكن مستحيلة الفهم إذ قال عنها "J. Lipen" "في مقال له في صحيفة "وول ستريت" عام 1993 (لم أعرف موضوعاً يجعله الناس قدر المشتقات المالية والائتمانية) (51)، كما وصفها "وارن بافيت"، أحد الأغنياء في العالم، ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال عام 2003، وصف المشتقات المالية بأنها (قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي) وأضاف أنها مثل "جهنم يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها"، وهو وصف الاقتصاد بان الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ وبالتالي هو وصف المشتقات المالية بأنها أسلحة دمار شامل، وحين أطلق بافيت هذه التصريحات وقف البعض منها موقف الاستغراب وبعضهم موقف الاستنكار لأن المشتقات في نظرهم أدوات مبتكرة لإدارته المخاطر وتوزيعها بكفاءة ومن ثم السيطرة عليها وتقليلها لكن الأيام أثبتت بعد نظر هذا الرجل وصدق حدسه حسب الرأي الذي يقول بأن (المشتقات المالية السبب الحقيقي في عدم الاستقرار المالي والازمات المالية)، فالكارثة حلت في الاقتصاد متمثلة في أزمة الرهن العقاري التي تعد المشتقات المالية من أهم أسباب حدوثها لاسيما المشتقات الائتمانية وأدوات مقايضة الائتمان التي وصلت قبل الأزمة

(48) Ben Naceur, S and RX Zhang, "Financial development, inequality and poverty: some international evidence", IMF Working Papers, 2016, p. 16 .

(49) Borio, "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", Journal of Banking & Finance , vol 45, issue 2014, p. 98.

(50) مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات الإسلامية، 2009. www.cibafi.org

(51) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، دار الأوراق للنشر والتوزيع، 2009، مصر، ص 33 .

إلى 60 تريليون دولار وانخفضت بعد الأزمة إلى 30 تريليون دولار، وهذا ما يفسر تضاعف سوق مخاطر الائتمان أكثر من ثمان مرات خلال المدة 2004-2007⁽⁵²⁾

بالمقابل كان هناك تدني أسعار سندات الرهن العقاري نتيجة لزيادة عرضها وانخفاض الطلب عليها وذلك بسبب حالات التخلف عن السداد وتقلص الهامش بين أسعار الفائدة على هذه السندات وأسعار الفائدة على سندات أخرى ذات تصنيفات ائتمانية أعلى كسندات الخزينة الأمريكية ولاسيما أن هذه السندات كانت منتشرة في جميع أنحاء العالم ولا أحد يعلم ما حجم الخسائر المتوقعة من الاستمرار في اقتنائها فضلاً عن بداية ظهور خسائر حقيقية لجميع من يمتلكون سندات رهن عقاري بما في ذلك شركات التأمين التي ضمنت هذه السندات مما زاد في سعي المؤسسات الاستثمارية للتخلص مما لديها من سندات رهن عقاري بأي ثمن بدأت نتيجة لذلك زيادة حالات عدم تسديد أقساط القروض ولاسيما القروض ضعيفة الجدارة الائتمانية وهبوط أسعار العقارات وتنامي الإحساس بعدم الثقة في المصارف والمؤسسات المالية المانحة للقروض وبدأ بعض المودعين بسحب ارصدهم⁽⁵³⁾.

بدأت الأزمة بانتهاء بعض المصارف في الولايات المتحدة لاسيما إفلاس مصرف ليمان براذرز وهو المصرف الاستثماري الخامس في العالم وشكل هذا الحدث بداية رمزية للأزمة المالية العالمية، كما انخفض الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي بمعدل 0.7 % في الربع الأول من عام 2008 فقد أخذت معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية تزداد بصورة كبيرة اذ تضاعف خلال أقل من عامين من 5 % في كانون الثاني من عام 2008 حتى 10 % في كانون أول من عام 2009 وتدل الأرقام على أن التجارة في الأصول التمويلية (العملات والأسهم والسندات) زادت كل عام بأرقام فلكية حتى أصبحت تزيد بحوالي مائة مرة عن حجم الاتجار في السلع كما انخفضت معدلات النمو الاقتصادي اذ لم يتعد 2 % سنوياً في المتوسط بعد أن كان قبل ذلك نحو 4 % سنوياً في المتوسط قبل أزمة الرهن العقاري⁽⁵⁴⁾.

ولم تقف الآثار السلبية لأدوات تحويل مخاطر الائتمان عند هذا الحد فقد شاركت مع المشتقات الأخرى في التحول من أزمة سيولة إلى أزمة عدم السداد ووجود حالة الشك وعدم اليقين وهذا ساهم في صعوبة الاقراض ومن ثم ارتفاع تكلفته أكثر واصبح المقرض يطلب معدلات فائدة أعلى و ضمانات سداد أكثر بكثير مما جرت عليه العادة وهو ما شكل بداية خلل في آلية انسياب السيولة في النظام العالمي برمته ودفع بكثير من المصارف المركزية في العالم إلى التدخل وذلك باستخدام أدوات السياسة النقدية المتاحة لديها كزيادة الاصدار النقدي وتخفيض الاحتياطي الإلزامي للمصارف التجارية و ضمان الودائع وتخفيض أسعار الفائدة وضخ مئات المليارات من عملاتها الوطنية في شرايين اقتصادها لمواجهة أزمة شح السيولة الا أن كل ذلك لم يجد نفعاً، أذ أن الأزمة لم تكن فقط أزمة سيولة وإنما رافق هذه الأزمة ايضاً أزمة عدم القدرة على السداد ذلك أن المستثمرين لم يكونوا فقط غير قادرين على تسهيل أصولهم وإنما فقدت هذه الأصول كثيراً من

(52) د. سالم السويلم ، المشتقات المالية اسلحة الدمار الشامل ، بحث منشور على شبكة المعلومات الدولية www.bulletin@v3.8.8.2000-tranz byAlmuhajie.

(53). M. Buchanan, Derivatives and Alternative Investments: CFA Institute. Pearson Custom Publishing, Boston ,2009, p, 65.

(54) Gretchen Morgenson, "Credit default swap market under scrutiny".2008 www.iht.com

قيمتها⁽⁵⁵⁾. لذلك المختصين في المشتقات المالية وأدوات تحويل مخاطر الائتمان يؤكدون أن هناك تأثير سلبي لهذه الأدوات وهي من كانت السبب في أزمة الرهن العقاري إذ لم يكن تأثيرها السلبي على المصارف ووكالات الرهن العقاري وحملة سندات الرهن العقاري بأنواعها المختلفة وإنما طال أيضا صناديق التحوط والصناديق السيادية وشركات التأمين فقد تطورت أدوات متنوعة من تحويل مخاطر الائتمان منها مبادلة مخاطر الائتمان CDS و أدوات الدين المترابطة CDO تسببت هذه الأنواع بحدوث خسائر فادحة لهذه المؤسسات والشركات حتى أصبحت تعرف في بعض الأوساط المالية (بأسلحة الدمار الشامل المالية) أو (الأدوات المالية المسمومة)، أن طريقها انتقلت (عدوى الخسائر والافلاس إلى قطاع "الاقتصاد الحقيقي")⁽⁵⁶⁾.

ثالثاً: أين نقف نحن من هذا الجدل الاقتصادي

في بادئ ذي بدء ليس لنا إلا الوقوف بجانب الرأي الذي يؤكد على فوائد أدوات تحويل مخاطر الائتمان فعلى الرغم مما حصل من أزمة مالية خلال عام 2008 لازالت هذه الأدوات ذات أهمية في النشاط الاقتصادي إذ بلغ حجمها بحدود 12 تريليون دولار في عام 2017 ، وهناك توقعات من تقارير بنك التسوية الدولي على زيادة حجم التداول بهذه الأدوات في ظل هذه التوقعات التي تؤكد على انتعاش الاقتصاد العالمي خلال عام 2018 ولو أنها غير نافعة للاقتصاد لما تعامل بها المستثمرون مع الزيادة في النمو العالمي إذ بلغت 3.1% في عام 2016 وارتفعت نسبة الزيادة في النمو العالمي إلى 3.5% في عام 2017⁽⁵⁷⁾.

1- الدلائل على صحة فوائد أدوات تحويل مخاطر الائتمان

يبدو أن هناك من الدلائل على صحة الرؤية التي تؤمن بفوائد أدوات تحويل مخاطر الائتمان في التأثير على النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي بشرط توسيع نطاق معرفتها في فعالية البات نقل المخاطر فلم يكن ظهور أدوات تحويل مخاطر الائتمان وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة بل كان وليد حاجة وضرورة وما يؤكد ذلك الأهمية الاقتصادية لأدوات تحويل مخاطر الائتمان لأنها توفر الفرص لنقل وتحويل مخاطر الائتمان كما تتيح الفرص لتخطيط التدفقات النقدية فضلاً عن إتاحة فرص استثمار جديدة وإنها تسهم في الاقتصاد الكلي من خلال سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية وتحقيق استقرار السوق وتوليد الدخول للأفراد والشركات والمؤسسات التي تساهم في زيادة الطلب الكلي وتحريك النشاط الاقتصادي⁽⁵⁸⁾.

ويبرز من الإحصاءات المصرفية الدولية عام 2017 انتعاش النشاط المصرفي عكس الانخفاض الذي لوحظ في النصف الثاني من عام 2016 إذ لوحظ ارتفاع المطالبات بمقدار 427 مليار دولار بين نهاية 2016 ونهاية 2017 بزيادة 2% على أساس سنوي، وأدى الاقتراض إلى المقرضين غير المصرفيين إلى الارتداد بمطالبات على مؤسسات مالية غير مصرفية كانت قوية بشكل خاص ، إذ ارتفعت بنحو 218 مليار دولار في الربع الأول من عام 2017 بزيادة 8% على أساس سنوي ، وارتفع الاقتراض عبر

(55). Mark Jacking, Causes of Financial Crisis, Congressional Research Service, Prepared for Members of Committees of Congress, , www.src.org, 29/1/2009 .

(56) . UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, New York and Geneva, United Nation Publication , 2008. www.docu-track.com.

(57) Bank for International Settlements, Annual Report , 2017 p, 105. .www.BIS.COM.

(58) . خالد وهيب الراوي ، ادارة المخاطرة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، 2008، ص 45.

الحدود لاقتصادات الأسواق الناشئة بمقدار 151 مليار دولار في الربع الأول عام 2017 وهي أكبر زيادة منذ الربع الأول من عام 2014، وكانت الزيادة في الائتمان إلى غير المصارف في شكل قروض إلى حد كبير بزيادة قدرها 229 مليار دولار وهذا الانتعاش زاد من رغبة المؤسسات المالية في زيادة معاملات نقل وتحويل مخاطر الائتمان⁽⁵⁹⁾.

وتجدر الإشارة إلى إن الاقتصاد ليس عاطفة وروحانيات الاقتصاد علم جامد لاسيما في النظرية الرأسمالية لا وجود للعواطف والدين في الاقتصاد لان المسائل تعالج بالمنافع وشعار الرأسمالية لوجود لوجبة غذاء مجانية بشرط أن يكون الكل سعداء وعليه أن أدوات تحويل المخاطر ساعدت بفعالية في زيادة مستوى المعيشة من خلال توافر دخل للكثير من الافراد من خلال الارباح التي يحصلون عليها فضلا عن تعزيز كفاءة النظام المالي من خلال تزويد المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية بإمكانية الوصول إلى مجموعة أوسع من مجموعات المخاطر والعائد ومجموعة أكبر من المخاطر الكامنة وتعزيز سيولة سندات المؤسسات والشركات والمستثمرين ورجال الاعمال واخيرا يشير النمو السريع لأدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان إلى سوق أكثر تكاملا لهذه المخاطر .

2- الحق في دفع مخاطر الائتمان

كل فرد مستثمر كان او مؤسسة او شركة له الحق في دفع مخاطر الائتمان إلى اطراف اخرى لكن السؤال هل هناك فائدة في دفع الخطر من القطاع الخاص إلى القطاع العام والنتيجة قد تكون واحدة لان من يتحمل هذا الخطر هم دافعي الضرائب، لذلك قد نقف مع من يقول المشتقات المالية وأدوات تحويل المخاطر مفيدة ولكن هذا التقييم الايجابي العام هل يكمله الاعتبارات الاخرى من الحذر ماذا بشأن أزمة مالية كانت من ضمن اسبابها مقايضات ديون اصحابها غير قادرين على التسديد بالتالي لا بد من القلق لكن هذا القلق لا يمنع من أن هناك فوائد من استخدام أدوات المشتقات الائتمانية وأدوات تحويل مخاطر الائتمان بشرط وضع شروط اخرى وتطوير هذه الأدوات من اجل خلق المحافظة على النشاط الاقتصادي والاستقرار المالي⁽⁶⁰⁾.

ومن خلال التعرف على السلبيات والايجابيات في استخدام أدوات تحويل مخاطر الائتمان يقف الباحث مع أهمية هذه الأدوات للنشاط الاقتصادي فمن خلال التطورات الاخيرة في أدوات تحويل مخاطر الائتمان في الأسواق المالية اذ تطورت هذه الأدوات مما ساعد في تقليل تكاليف التمويل والكشف والافصاح عن الميزانية العمومية، لان عملية التخلص من الخطر من خلال بيعها ليس بالضرورة ناعمة وبالتالي نقل مخاطر الائتمان إلى طرف اخر من خلال عملية تسوية مع بقاء الاصل على اساس قدرة المقرض على التنويع ونقل مخاطر الائتمان وقد عززت هذه العملية أسواق أدوات تحويل مخاطر الائتمان لاسيما عملية توريق الديون التي تدعمها الأصول والتزامات الديون المضمونة ومن الواضح أن أدوات نقل وتحويل مخاطر الائتمان قوية ومؤثرة وكان لها تأثير على النشاط الاقتصادي وعلى النظام المالي وعليه أدوات تحويل

(59) . صندوق النقد الدولي ، التقرير السنوي ، مستجدات الاقتصاد العالمي ، 2017 ، ص 24.

(60) M Drehmann, M Juselius and A Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", BIS Working Papers, no 645, June 2017.

مخاطر الائتمان وهي تعد وسائل واعدة للتنمية على شرط توافر الجوانب الأشرفية والتنظيمية والرقابية على هذه الأسواق لتجنب حدوث اضطرابات في النظام المالي الأوسع .

3- العولمة الاقتصادية وتطور أدوات تحويل مخاطر الائتمان

ساهمت العولمة الاقتصادية وتطور المشتقات وأدواتها المختلفة لاسيما أدوات نقل وتحويل المخاطر في زيادة كبيرة في مستويات المعيشة وقد عززت التجارة والتمويل الدوليان وساهمت في النمو الكبير في الدخل اذ ان البلدان التي تطورت فيها هذه الأدوات تحقق فيها انفتاح مالي اعلى من خلال زيادة المدفوعات والائتمانات الدولية وتراكم الأصول والخصوم الدولية وزيادة مخزوناتا فضلا عن زيادة الطلب على المنتجات والخدمات المالية الأكثر تطورا والنتيجة المساهمة في زيادة نمو الدخل على مستوى الشركات والمؤسسات والافراد⁽⁶¹⁾.

ارتفعت الأصول والالتزامات المالية عبر الحدود للاقتصادات المتقدمة من نحو 135% إلى أكثر من 570 % من الناتج المحلي الاجمالي وسجل الانفتاح المالي للاقتصادات المتقدمة تسارعا ملحوظا منذ منتصف التسعينيات وقد زادت الأصول والخصوم الدولية من التحرر المالي والابتكار فرصا جديدة لإدارة المخاطر وارتفعت الخصوم الخارجية للاقتصادات المتقدمة من 80 % من الناتج المحلي في عام 1995 إلى أكثر من 290% في عام 2017 وتضاعف كل عنصر رئيسي من الالتزامات الخارجية على الأقل كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي تضاعفت خصوم ديون الحوافز الاستثمارية اربع مرات زادت الخصوم المتعلقة بأصول الحافطة بأكثر من خمس مرات، لذا شهد العالم ذروة في التمويل الدولي العالمي وأن التنمية المالية قد بدأت وعلى وجه الخصوص قام المراقبون بتفسير البيانات المصرفية الدولية على انها تظهر عملية اعادة التنظيم المالي، اذ زاد رصيد القائم المقوم بالدولار الأمريكي للمقترضين غير المصرفيين خارج الولايات المتحدة وهو مؤشر رئيس على ظروف السيولة العالمية اذ بلغ 10.5 تريليون دولار أمريكي في عام 2017، كما زادت القروض للمقترضين في المؤسسات غير المصرفية في عام 2017 ليصل إلى حدود 3.6 تريليون دولار⁽⁶²⁾ .

رابعا: أين نحن

من خلال الاجابة على سؤال (اين نحن ؟) نقول أن أدوات تحويل المخاطر يمكن ان تكون ذات فائدة في التأثير على النشاط الاقتصادي لذلك عندما نقف مع المؤيدين لأدوات تحويل مخاطر الائتمان فإن ذلك يعود إلى ما يأتي :-

1- اخذت هذه الأدوات اهتماما واسعا في القوانين والتشريعات الحكومية في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من البلدان في العالم وكان لها دور في الاقتصاد الكلي لأنها قادرة على التغلب على معظم المخاطر التي يواجهها المستثمرون سواء على السوق المنظم وغير المنظم وأن تغطية مخاطر الائتمان مرتبط بنوعية الخطر والأداة المالية والمشتقة الملائمة لتغطيته فضلا عن سوق التداول (السوق المنظمة" السوق الرسمية "، والسوق غير المنظمة" السوق غير الرسمية").

(61) M Draghi, "Monetary policy and the economic recovery in the euro area", speech at 5,2015,P, 56.

(62) . التقرير السنوي ، الامم المتحدة ، فهم العولمة ، 18 / 7 / 2017 .

- 2- كان المبرر الجوهري من دعم التشريعات والجهات التي كان لها دور واضح في إصدارها في الولايات المتحدة هو تشجيع المؤسسات المالية على إبرام (عقود واتفاقيات) تحمل في طياتها اليات عمل أدوات تحويل مخاطر الائتمان تحمل كثيرا من المخاطر يعود إلى ايمانها بقدرة الأسواق اللامحدودة على تنظيم نفسها، فضلا عن سن قانون يضمن للمقترضين تعويضا عن بعض الخسائر التي قد يتكبدها من جراء سياسة الإقراض كذلك تحملت الوكالات الاتحادية التي سهلت عمليات الائتمان وبدعم من الحكومة الخسائر المالية الكبرى التي حدثت بسبب تبنيها لهذه " السياسة التوسعية " في الائتمان⁽⁶³⁾.
- 3- من أجل التخلص من الازمات المتكررة وعدم الاستقرار في عمليات الأسواق المالية سارعت المصارف إلى اتخاذ قرار باعتماد أدوات تحويل مخاطر الائتمان من أجل ضمان استقرار العمليات في "القطاع المالي" ومنع تكرار حدوث الازمات لذلك وجدت المصارف الهروب من هذا الوضع من خلال نقل وتحويل مخاطر الائتمان من أجل تقليل حصة الأصول المحفوفة بالمخاطر وزيادة مقدار رأس المال التنظيمي ويؤدي ذلك إلى أموال جديدة لمزيد من الاستثمارات وإلى جانب السماح للدائنين بالحفاظ على رأس المال المكلف واستخدام أدوات تحويل مخاطر الائتمان أدى إلى تشتت المخاطر على عدد أكبر من المستثمرين وحقق كفاءة في سوق المال والنظام المالي لذلك أصبحت الية نقل وتحويل مخاطر الائتمان وسيلة مشروعة لحماية من المخاطر وزيادة السيولة ودوران رأس المال وزيادة النمو الاقتصادي.
- 4- ساهم تسويق أدوات تحويل المخاطر في زيادة قدرة المؤسسات المالية بأشكالها المختلفة على منح القروض نتيجة لتوافر السيولة والمعروض النقدي الكبير وهذا ساعد المواطنين لاسيما في الولايات المتحدة على زيادة قروض المساكن، إذ أن بعض الأفراد من ذوي الدخل السنوية التي لا تتجاوز (13 ألف دولار)، حصلوا على قروض رهن عقاري لشراء منازل بقيمة فاقت (750 ألف دولار)، ومن دون دفعة أولى مع مدة سماح من تسديد الأقساط مدة عامين، هذا النجاح في التجربة أدى إلى توسع كبير في هذا النوع من الإقراض ومن خلال تحويل مخاطر الائتمان نشطت تجارة تحويل المخاطر من خلال إصدار السندات وتسويقها وما كان عليها سوى أن تستفيد من الفارق بين أقساط القروض التي تحصل عليها من أصحاب السندات وأقساط القروض التي تدفعها لصالح المؤسسات المالية الدائنة لها⁽⁶⁴⁾.
- 5- خلقت عملية تحويل المخاطر من خلال عمليات توريق وحزم السندات القدرة لدى المصارف على توزيع مخاطر الائتمان وتوزيعها وخلق الائتمان وتوسيعه فلم تكن في هذه المصارف بتقديم القروض التقليدية وبالتالي هي من تتحمل المخاطر المتعلقة بالائتمان والسيولة والسوق وانما تم جمع هذه القروض وبيعها إلى مؤسسات أخرى عن طريق الأسواق الثانوية وتحقق بذلك مزيداً من الأرباح⁽⁶⁵⁾.

(63). Toby Birch, The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Managing Director Birch Assets Limited, paper was written to Al-Baraka Group in there conference in 6-7 September 2008. www.birchassets.com

(64). Jack Rasmus, Epic Recession Understanding the Global Financial Crisis, Peninsula Peace and Justice Center 2008, www.peaceandjustice.org.

(65). Mark Grabowski, United States: Credit Default Swaps: A Brief Insurance Primer. (2008-10-24): www.andersonkill.com.

6- ثم كل ما حصل كان متوافقاً مع فلسفة النظام الرأسمالي ونظرية اليد الخفية وبالتالي إلى أن وقعت الأزمة لم يكن التوقع أن أزمة الرهن ستكون بهذا الشكل هذا إلى جانب أن الأزمة حدثت في الاقتصاد الأمريكي لكنه نقلها إلى اقتصاديات الدول الاخرى حتى دول الخليج لم تسلم من هذه الأزمة إذ أن خسائرها كانت مجتمعة بحدود 2500 مليار دولار وفي الواقع أن ما حصل من خسائر لا يرتقي إلى الكارثة كما يصفها البعض لان حجم المشتقات المالية كانت بحدود 500 تريليون دولار، أما حجم أدوات تحويل مخاطر الائتمان بحدود 60 تريليون دولار وعند مقارنة هذه الارقام نجد خسارة أزمة الرهن العقاري بحدود 3.7 تريليون وهذا لا يكون كبيراً بالمقارنة مع حجم التداول ثم الاقتصاد الأمريكي هو الرابع من هذه الأزمة نتيجة أن كل الأموال تبخرت في الاقتصاد الأمريكي وكان الخسارة الحقيقية لباقي المستثمرين في الدول الأخرى⁽⁶⁶⁾.

7- زيادة حجم النشاط الاقتصادي لاسيما نشاط القطاع العقاري الذي يشغل حيزاً كبيراً من اقتصادات البلدان المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة الأمريكية في ظل اتباع (سياسات نقدية توسعية)، تعمل على (تحفيز الاقتصاد وزيادة معدل النمو والرفاهية الاقتصادية)، لان زيادة أدوات تحويل مخاطر الائتمان ساهمت وبشكل كبير في توفير السيولة وزيادة الاقراض وتحفيز المقترضين على العمل أكثر لوفاء ديونهم ومن ثم زيادة انتاجيتهم .

ولم نتناول التجربة العراقية بشيء من التفصيل وذلك يعود إلى أن الحديث عن العراق فيما يتعلق بأدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان ودورها في النشاط الاقتصادي يعني نتحدث عن اقتصاد لا يملك كل الامكانيات التي تملكها الاقتصاديات المتقدمة والبعض من الاقتصاديات النامية، إذ أن الحديث عن أدوات تحويل مخاطر الائتمان يعني انحسار هذا الحديث عن أدوات تقليدية في نقل وتحويل مخاطر الائتمان وأهمها أدوات التأمين المختلفة وحتى هذه الأدوات لا تصل إلى ما وصلت اليه مؤسسات التأمين العالمية وبالتالي الحديث عن أدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان في العراق لا يعدو كونه حديث عن أدوات تقليدية لم تصل إلى ما وصلت اليه هذه الأدوات في دول عربية واقليلية وتأثيرها في النشاط الاقتصادي منخفض جداً .

الاستنتاجات

1- منذ الثمانينيات وأدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان تشهد تطوراً كبيراً، إذ ظهرت أنواع لم تكن معروفة في ميدان الاستثمار المالي هدفها الرئيس هو زيادة الثقة بالمؤسسات المصدرة وتقليل وتحويل مخاطر الائتمان فيها إلى اطراف اخرى لأن ظهورها أعطى مجالات ابتكار متعددة ومتطورة وأن الغرض منها هو التحوط وتقليل وتحويل المخاطر بصورة عامة ومخاطر الائتمان بصورة خاصة وهذه الأدوات المالية افضل ما استطاع الفكر الاستثماري انجازه بما تنطوي عليه من تنوع وآليات.

2- الأدوات الحديثة في نقل وتحويل مخاطر الائتمان هي أدوات وعقود مشتقة خارج الميزانية وأصل وجودها هو التحوط وادارة المخاطر وتعد من أحدث ما تم هندسته في مجال المشتقات الائتمانية وتتكون

(66). Xchange Nopro, "Stages of the Global Financial Crisis 2007/2008 : Is There a Wandering Asset-Price Bubble? There is available electronic copy on , www.ssrn.com.

من مجموعة من الأدوات والتقنيات المالية التي تهدف إلى فصل المخاطر الائتمانية عن أصول التعاقد كالسندات والقروض ومن ثم نقلها إلى جهات أخرى ومن أهم الأدوات الحديثة هي مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) وأدوات الدين المترابطة (CDO) وهناك أنواع أخرى .

3- ما حدث في العالم على أثر التوسع في القروض ومبادلات مخاطر الائتمان كانت سبب لشرارة بدأت في أمريكا من نهاية عام 2006 وامتدت عبر 2007، ثم تفاقمت إلى أن تكون السبب في اضطرابات نالت أسواق المال ومؤسسات مالية كبرى ليس في أمريكا فحسب بل على مستوى العالم مؤثرة على أوضاع دول أخرى وهذه الأزمة ترجع مسبباتها الزيادة المفرطة في الائتمان ووعود الدفع وتنفيذها وإلى المراهنة والمضاربة في أدوات تحويل مخاطر الائتمان لاسيما مبادلة مخاطر الائتمان CDS، كل ذلك ساهم في انفصام بين معطيات الاقتصاد الحقيقي والأسعار الاسمية التي تحددها المراهنة .

4- التطبيق الخاطئ لأدوات تحويل مخاطر الائتمان يؤدي إلى عدم الاستقرار في النشاط الاقتصادي ويسبب أزمة مالية كما هو الحال في أزمة 2008 التي كان السبب في حدوثها استخدام الأدوات المالية الخطيرة مثل التزامات الدين المغطاة بالأصول (CDO) ومبادلات التعثر الائتماني (CDS) وقد تأثرت المؤسسات المالية التي تمتلك حيازات في سندات الرهن العقاري أو استثمار في عقود التزامات الدين الهيكلي (CDO) الديون التي ترتبط قيمتها بقيمة السندات)، أو في عقود مبادلة الديون (مبادلة مخاطر الائتمان CDS).

5- التطبيق الخاطئ لأدوات تحويل المخاطر يؤدي إلى مخاطر جسيمة وافلاس المؤسسات المالية والمصرفية وتدهور أسواق المال، إذ قد يتم الاستثمار في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة إذ يعتمد المنتج المالي المركب على بعض الأدوات المالية الخطرة المثقلة بالديون، كما أن الاستمرار بالتطبيق الخاطئ لأدوات تحويل مخاطر الائتمان يتسبب في استمرارية توليد البيئة الملائمة للفقاعات وبلا ملل إذ شهدت المدة من عام 2005 حتى عام 2008 في الولايات المتحدة توسع التمويل العقاري بشكل غير طبيعي في منح القروض العقارية ورهن المنازل ومحاولة تحويل مخاطر هذه القروض من خلال بيعها إلى أطراف أخرى .

6- تعد المصارف من أهم المؤسسات التي تتعامل مع المخاطر كما أن حوالي 85% من إجمالي المخاطر التي يتعرض لها المصرف هي مخاطر ائتمانية ونجاح أي مصرف يعتمد على إدارة هذه المخاطر وعليه صار الاهتمام بوضع النماذج التي تختص في إدارة المصارف إذ تعتمد هذه البرامج على أدوات تحديد وتحليل بيانات المخاطر وأدوات قياس مخاطر الائتمان لذلك تشكل هذه المخاطر 60%، وهذا ما نتج عنه وحسب بيانات لبنك التسويات الدولية انخفاض المبلغ الاجمالي لعقود المشتقات من 700 تريليون دولار عام 2013 إلى حدود 493 تريليون دولار عام 2017، أما أدوات تحويل مخاطر الائتمان من 60 تريليون دولار إلى 12 تريليون دولار عام 2017).

7- لا زيادة في الاقتصاد الحقيقي القائم على الزيادة في السلع والخدمات لان حجم المشتقات المالية وصل إلى 700 مليار دولار في حين حجم الناتج الحقيقي العالمي وصل بحدود 60 تريليون دولار بمعنى حجم المشتقات المالية بحدود عشرة اضعاف حجم الناتج الحقيقي وكانت نسبة أدوات تحويل مخاطر الائتمان بحدود 60 تريليون دولار أي ما يعادل 10% من الحجم الكلي للتداول في المشتقات المالية.

8- كان لأدوات تحويل مخاطر دوراً كبيراً في الأسواق العالمية وهذه الأدوات ساهمت في زيادة التعامل في أدوات المخاطر ونقلها إلى مستثمرين آخرين وبالتالي تنوع وتوزيع هذه المخاطر على أكبر عدد ممكن من المؤسسات أو المستثمرين وهذا خلق حالة من الاستقرار في السوق المالي وساهم في توليد السيولة وتنوع الاستثمار وزيادة دوران رأس المال الذي ساهم في زيادة النشاط الاقتصادي هذا الدور كان مخفي في السوق العراقية فلم يكن تأثير أدوات تحويل مخاطر الائتمان ولم يصل هذا السوق إلى الأدوات الحديثة وإنما فقط الأدوات التقليدية وحتى الأخيرة ربما مختصر على شركات التأمين وشركات الكفالة المصرفية ومستقبلاً على قانون ضمان القروض وإيضاً تفعيل دور قانون ضمان الودائع الذي له دور غير مباشر في زيادة وتفعيل أدوات تحويل المخاطر.

9- بالرغم من زيادة تطور حجم الموجودات للقطاع المصرفي لم نجد أن هناك تأثير لهذه الزيادة في زيادة حجم القروض المؤمنة بأدوات تحويل مخاطر الائتمان لاسيما من قطاع التأمين على القروض وذلك لخلو الاقتصاد العراقي من مؤسسات لحماية القروض وبالتالي أدوات تحويل مخاطر الائتمان لكن هذه الأدوات لازالت غير متوفرة في الاقتصاد العراقي وإن وجدت فهي أدوات تقليدية ممكن أن يضمن القرض من خلال شركات التأمين أو يوضع ضمانات مقابل القرض ولا زال الدور أكبر لقطاع المصارف في السيطرة على القروض ومنحها بالمقابل سوق الأوراق المالية لازال دوره منخفض في وظيفة الوساطة بين تداول الأوراق المالية التي كان لها دور في ضمان القروض في البلدان المتقدمة لكن هذا الدور معدوم في السوق العراقي.

التوصيات

- 1- اعطاء دور أكبر لقطاع التأمين في العراق ومعالجة كل التحديات التي تقف أمام هذا القطاع.
- 2- السعي في تطوير سوق الأوراق المالية بما يعزز مرونة أسواق الدين وينوع مصادره وبتنوع للمستثمرين الوصول إلى طيف واسع ومتنوع من الموجودات المالية التي تختلف من حيث المخاطر ومواعيد الاستحقاق بالإضافة إلى تنوع مصادر التمويل وخفض كلفة الاقتراض لاسيما وأن قضية تطوير أسواق أدوات الدين والدين الحكومي بشكل عام وأدوات تحويل مخاطر الائتمان بشكل خاص لها أهمية في هذه المرحلة في ضوء التحديات الكبيرة التي يواجهها الاقتصاد العراقي في تلبية الاحتياجات التمويلية المتزايدة كما يعد تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية حجر الزاوية أو العتبة الأولى في محاور إصلاح وتطوير قطاعات التمويل المحلية.
- 3- الانتفاع من تجارب البلدان المتقدمة والنامية فيما يتعلق بأدوات تحويل مخاطر الائتمان ودورها في النشاط الاقتصادي وأعطاء دور أوسع وأكثر فاعلية للمصارف وأسواق الأسهم والسندات وأكثر فاعلية لأدوات تحويل مخاطر الائتمان لاسيما شركات التأمين والقروض وشركات الكفالات المصرفية والعمل على تفعيل الأدوات والأساليب الحديثة والتي تمثل بمجموعها القطاع المالي الذي يحتاج إلى سياسات لتقليل مخاطر الائتمان من خلال الانتفاع من التجارب العالمية في هذا المجال .
- 4- الاسراع في تشريع قانون ضمان القروض في العراق لما له من أهمية في اعطاء الضمانات المطلوبة من طرف المؤسسات المصرفية والمالية وشركات التأمين.

5- تفعيل العمل بنظام ضمان الودائع المصرفية رقم (3) لسنة 2016 الذي أعطى للبنك المركزي الصلاحية بمنح إجازات ممارسة ضمان الودائع المصرفية وهذا القانون مهم في زيادة الثقة بالقطاع المصرفي العراقي.

6- الاهتمام بالعلاقة الترابطية ما بين مؤشرات النشاط الاقتصادي ومؤشرات الاستقرار المالي في العراق مع الاستعانة بمؤشرات التطور المالي ومؤشرات المناخ الاقتصادي العالمي ومؤشرات النمو الاقتصادي من خارج القطاع النفطي وهذه تكون كفيلة بزيادة النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي في ظل اعطاء وزن معين لأدوات تقليل وتحويل مخاطر الائتمان من خلال أدوات تحويل مخاطر الائتمان التقليدية وهي شركات التأمين ومؤسسات ضمان القروض والودائع وشركات الوكالات المصرفية .

المصادر

المصادر العربية

أولاً: الكتب

- 1- خالد وهيب الراوي، ادارة المخاطرة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2008.
- 2- عبد الحميد مهري، مبادلات العجز الائتماني وأثرها في الاستقرار المالي، جامعة قسنطينة، ليبيا، 2011.
- 3- مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، الرياض ، 2009.

- 4- محمد مصطفى السنهوري، ادارة البنوك التجارية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2013.
- 5- منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، دار الوراق للنشر والتوزيع، 2009 ، مصر.

ثانياً: البحوث والدراسات

1. محمود سحنون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، المؤتمر العلمي الحادي عشر بعنوان " الأزمة الاقتصادية المعاصرة اسبابها وعلاجها وتداعياتها ، كلية الشريعة ، جامعة جرش، الاردن، 2010 .

2. مها عبدالله، الأسواق المالية و اثرها على الاقتصاد المحلي، مجلة فيصل الإسلامية، جده، 2011.

ثالثاً: التقارير والاحصاءات الدولية والعربية والمحلية

1. الام المتحدة ، فهم العولمة، التقرير السنوي، 2017.
2. صندوق النقد الدولي، مستجدات الاقتصاد العالمي، التقرير السنوي، 2017.

رابعاً: شبكة المعلومات الدولية

1. جون روث، نقل مخاطر الائتمان التطورات والآثار المترتبة عن السياسات، بحث منشور البنك المركزي الاوربي www.ecb.europa.eu.
2. سالم السويلم، المشتقات المالية اسلحة الدمار الشامل، بحث منشور على شبكة المعلومات الدولية [www.bulletin@v3.8.8.2000-tranz by ALMuhajie](http://www.bulletin@v3.8.8.2000-tranz.by.ALMuhajie).
3. لو كاس بابا ديموس، نقل مخاطر الائتمان والآثار المترتبة على السياسات، www.edb.europa.eu.

4. مركز الرصد والتواصل المالي الاسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات الاسلامية، 2009.

www.cibafi.org

Second: foreign sources

A – Books

1. Andrew felton and carmen m.reinhart, the first global Financial crisis of 21st Century part II june-december centre for economic policy research.2009.
2. Archived copy"Archived from the original on and Derivatives Markets Reform: A Guide for Policy Makers, CitizensJune 26, 2010.
3. Bhat,Sudhindra ,Financial Management Principles and Practice,2ad edition, published by Anurag Jain Excel Books , delhi, 2009.
4. Black , Kenneth & Skipper, Harold , Life Insurance , Prentice Hall , USA. 1997.
5. Bowers, Simon . "Banks hit back at derivatives criticism". London. , 2010 .
6. Carolyne Spackman "Credit Derivatives Systemic Risks and Policy Options" International Monetary Fund:24. Kramer, Stefan (April 20, 2010).
7. Chance, Don M, Robert Brooks "An Introduction to Derivatives and Risk Management " 9th.ed. , South-Western, USA, 2013.
8. Daryl Duffy, Innovations in Credit Risk Transfer of Implications for Financial Stability, Monetary and Economic Management, New York, 2008.
9. IMF Working Paper .Counterparty Clearing of Credit Default Swaps?" (PDF) (WP/09/254). Retrieved April 25, .2010.
10. Jorion . Philippe , " Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk "International.ed. Irwin, McGraw – Hill ,USA, 2006.
11. Lessambo, Felix. The International Banking System: Capital Adequacy, Core Businesses and Risk Management. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institution,2013.
12. M. Buchanan, Derivatives and Alternative Investments: CFA Institute. Pearson Custom Publishing, Boston, 2009.
13. Mark J. P. Anson, . Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing, John New Jersey, 2004.
14. Nova. Mariana Vila, António Cerqueira, & Elísio Brandão," Hedging With Derivatives and Firm Value: Evidence for the nonfinancial firms listed on the London Stock Exchange", FEP-UP, School of Economics and Management, University of Porto, 2015.
15. Rejda, Georg . Principles of Risk Management and Insurance , 7th ED . Addison Wesley Longman INC 2002 .
16. Roberts , Sound & Practice for – the Supervision of – Credit Risk management , Bank for International Settlements, 2006 .
17. Shiu. Yung-Ming, Peter Moles & Yi-Cheng Shin," Determinants of Derivative Use and Its Impact on Bank Risk", Taichung Harbor Road, Taichung, TAIWAN, 2013.
18. Wang. Xuan," Innovation Risk in the Financial Derivatives , School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing, China, 2007.

B – periodicals

1. Acharya, Viral, Philipp Schnabl, and Gustavo Suarez "Securitization Without Risk Transfer," Journal of Financial Economics, 2013, Vol. 1, 07(3).
2. Agénor, PR, E Kharroubi, L Gambacorta, G Lombardo and LA Pereira da Silva The international dimensions of macroprudential policies ", BIS Working Papers , 2017.
3. Agnello, L and R Sousa : How do banking crises impact on income inequality? ", Applied Economics Letters , vol 19, 2012.
4. Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Oakland . www.docu-track.com.
5. Bank for International Settlements, Annual Report , 2001- 2017.. www.BIS.com.
6. Bank of International Settlement Annual Report , 2005.
7. Ben Naceur, S and RX Zhang, "Financial development, inequality and poverty: some international evidence", IMF Working Papers , 2016.
8. Borio, "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", Journal of Banking & Finance , vol 45, issue 2014.

C-The international information network

- 1- European Central Bank, Credit Risk Transfer by European Union Banks Activities, Risks and Risk Management Joint Report of the Banking Supervision Committee of the European System of Central Banks, 2010.
- 2- Fitch, World Credit Derivatives Survey published on the Settlement Bank website, 2017. www.BIS.com.
- 3- Garbowski, Mark "United States: Credit Default Investment Banks and Other Financial Institutions .Wall Street Journal,. 2010
- 4- Gennaioli . Nicola , Andrei Shleifer , & Robert Vishny " Neglected risks, financial innovation, and financial fragility", Journal of Financial Economics, , 2012
- 5- Gretchen Morgenson, Credit default swap market under scrutiny". 2008. www.iht.com.
- 6- IMF, World Economic Update, Annual Report, 2009.
- 7- IMF, World Economic Update, Annual Report, 2017.
- 8- International Federation Agency, Credit Risk Transfer Report, New York, Julio, 2017.
- 9- Jack Rasmus, Epic Recession Understanding the Global Financial Crisis, Peninsula Peace and Justice Center 2008 , www.peace and justice.org.
- 10- M Drehmann, M Juselius and A Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", BIS Working Papers, no 645, June 2017.
- 11- Mark Grabowski , United States: Credit Default Swaps: A Brief Insurance Primer. (2008-10-24): www.andersonkill.com.
- 12- Mark Jacking, Causes of Financial Crisis, Congressional Research Service, Prepared for Members of Committees of Congress, 2009. www.src.org.
- 13- Michael Simkovic Adler, Barry, ed. Making Fraudulent post-trade processing of OTC credit derivatives contracts". (2016). <http://www.docu-track.com/buy>.

- 14- Retrieved. Chatiras, Manolis, andand Other Interested Parties" Brookings Institution 2016-02-08. www.docu-track.com.
- 15- Toby Birch, The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Managing Director Birch Assets Limited, paper was written to Al-Baraka Group in there conference in 6-7 September 2008. www.birchassets.com.
- 16- Unctad Handbookn of Statics, , New York and Geneva, United Nation Publication , 2008. www.docu-track.com.
- 17- XCHANGE NOPRO, "Stages of the Global Financial Crisis 2007/2008 : Is There a Wandering Asset-Price Bubble? There is available electronic copy on , www.ssrn.com.