



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي نور البشير - البيضاء -
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

تأثير صناديق التحوط على الأسواق المالية

مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

د. بكريتي لخضر

إعداد:

➤ بالأحمر شيما

➤ ريمس شيما

الموسم الجامعي:

2022 - 2023م

الإهداء

أهدي تخرجي إلى من جرع الكأس فارغا

ليسقيني قطرة حب

إلى من حصد الأشواك عن دربي

ليمهد لي طريق العلم إلى أبي وأمي

بالأحمر شيما

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضع إلى من وهبوني الحياة والأمل،

والنشأة على شغف الاطلاع والمعرفة ومن علموني أن أرتقي سلم

الحياة بحكمة وصبرا برا وإحسانا ووفاء لهما:

والدي العزيز، ووالدتي العزيزة.

إلى من وهبني الله نعمة وجودهم في حياتي العقد المتين من كانوا عوناً لي

في رحلة بحثي: إخواني وأخواتي.

إلى من كاتفتني ونحن نشق الطريق معا نحو النجاح في مسيرتنا العلمية

إلى رفيقة دربي: شيماء

وأخيراً إلى كل من ساعدني وكان له دور قريب أو بعيد في إتمام هذه

الدراسة

سائلة المولى عزوجل أن يجزي الجميع خير الجزاء في الدنيا والآخرة

ثم إلى كل طالب علم سعى بعلمه، ليفيد الإسلام والمسلمين بكل ما

أعطاه الله من علم ومعرفة

شكر وتقدير

نحمد الله عز وجل الذي وفقنا لإتمام هذا البحث العلمي والذي

أهمننا الصحة والعافية والعزيمة فالحمد لله حمدا كثيرا

نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى:

الوالدين الكريمين

إلى الأستاذ الدكتور المشرف "بكريتي لخضر" على كل ما قدمه لنا

من توجيهات ومعلومات قيمة ساهمت في إثراء موضوع دراستنا في

جوانبها المختلفة، كما نتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة

المناقشة الموقرة

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى أساتذة معهد العلوم الاقتصادية

والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي نور البشير.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
1	مقدمة عامة
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والتنظيمي لصناديق التحوط	
4	مقدمة الفصل
4	المبحث الأول: ماهية صناديق التحوط
4	المطلب الأول: تعريف وخصائص صناديق التحوط
8	المطلب الثاني: نشأة صناديق التحوط وتوزيعها عبر العالم
11	المطلب الثالث: أهداف وإيجابيات صناديق التحوط
13	المبحث الثاني: الإطار التنظيمي والوظيفي لصناديق التحوط
13	المطلب الأول: الإطار التنظيمي لصناديق التحوط
18	المطلب الثاني: الطرق والوسائل المستعملة من طرف صناديق التحوط
20	المطلب الثالث: استراتيجيات الاستثمار لصناديق التحوط
31	خلاصة
الفصل الثاني: صناديق التحوط والأسواق المالية	
32	مقدمة الفصل
32	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
33	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وخصائصها

فهرس المحتويات

36	المطلب الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية والعوامل التي تؤدي إلى نجاح الأسواق المالية
39	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية
43	المبحث الثاني: تأثير صناديق التحوط على الأسواق المالية
43	المطلب الأول: دور الأسواق في النشاط الاقتصادي
46	المطلب الثاني: تقلبات الأسواق المالية وتأثير صناديق التحوط عليها
49	المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار في صناديق التحوط
50	خلاصة
الفصل الثالث: تحليل دور صناديق التحوط في الأزمة	
51	مقدمة الفصل
51	المبحث الأول: ماهية الأزمة
52	المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية
53	المطلب الثاني: خصائص الأزمة المالية
54	المطلب الثالث: لمحة تاريخية عن أهم الأزمات
64	المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008
64	المطلب الأول: جذور ومظاهر الأزمة

فهرس المحتويات

67	المطلب الثاني: أسباب الأزمة 2008
71	المطلب الثالث: تأثير صناديق التحوط على أزمة 2008 عبر قنوات الأسواق المالية
76	خلاصة
79	خاتمة
83	قائمة المراجع

مقدمة

تمثل صناديق التحوط عالما آخر للاستثمار يختلف عن التعاملات والتداولات المعتادة في أسواق المال كما يمثل الاستثمار في هذه الأخيرة تحقيق عائدات ايجابية بغض النظر عن اتجاه السوق وتوفر الاستراتيجية المتنوعة جدا في صناديق التحوط مجموعة واسعة من الفرص للمدراء الماهرين والمستثمرين من ذوي الخبرة فهي في الدائرة العليا للنظام الرأسمالي وتجذب شخصيات طموحة وغير قادرة على القبول بالسلم التقليدي في إدارة المصارف والبيوت المال، فهذه الصناديق في الأساس تحاول استغلال الفرص الاستثمارية من خلال تبنيها لمجموعة من الاستراتيجيات لجني أرباح هائلة من عناصر غير كفؤة في السوق، وبما أن هذه الصناديق تعتمد على الرافعة المالية فإنها عالية المخاطر وأحيانا سريعة الحركة.

كما تعتبر هذه الصناديق من المتعاملين المثيرين للجدل ليس في تحديد مفهومهم واستراتيجياتهم فحسب ولكن من حيث تأثيرهم على الأسواق المالية، ونظرا لتكرار الأزمات بالساحة الدولية والمخاطر العالية وسرعة الحركة لهذه الصناديق عرفت اتجاهات مؤيدة لفكرة أن صناديق التحوط تساعد في تسهيل المخاطر والتقليل من حدة الأزمات وأخرى معارضة نرى أن هذه الصناديق هي السبب الرئيسي وراء جميع الأزمات. من هنا تبرز أهمية دراسة صناديق التحوط من خلال الدور الذي لعبته في المساهمة من الخروج من هذه الأزمات وعليه يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير صناديق التحوط على الأسواق المالية؟

هذه الإشكالية تتفرع منها مجموعة من التساؤلات الفرعية التي يمكن صياغتها على النحو التالي:

- ماذا يقصد بصناديق التحوط وما هي أهم خصائصها وأهدافها؟

- ما هي أهم الطرق والوسائل والاستراتيجيات لصناديق التحوط؟

مقدمة

- فيما تتمثل ايجابيات ومخاطر صناديق التحوط؟

- هل ساعدت صناديق التحوط في حل الأزمات المالية؟

فرضيات البحث

على ضوء ما تم طرحه من تساؤلات حول موضوع البحث وأملا في تحقيق الأهداف المرجوة نطرح

الفرضية التالية:

تعمل صناديق التحوط على تقليل المخاطر في سوق الأوراق المالية حيث تساهم في تحسين كفاءتها.

مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة اعتبارات موضوعية وذاتية يمكن استخلاصها فيما يلي:

كون الموضوع ضمن تخصص الإدارة المالية.

الرغبة الشخصية للطالبين للتعرف على جوانب الموضوع.

حدائة الموضوع وأهميته.

أهمية البحث

تستمد هذه الدراسة أهميتها من التغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي فصناديق التحوط تعتبر

أوعية استثمارية لها دور كبير في تحقيق مكاسب للمستثمرين.

أهداف البحث

- الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بصناديق التحوط.

- إعطاء تصور لماهية الاستراتيجيات والطرق لصناديق التحوط.

- تبيان بؤادر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأسبابها وأثارها.

منهج البحث

لتحقيق هدف البحث تم اعتماد المنهج الوصفي والتحليلي حيث سمح لنا بعرض المفاهيم بصناديق التحوط وتأثيرها على الأسواق المالية إضافة إلى علاقة صناديق التحوط بالأزمة المالية العالمية 2008.

أقسام البحث

لإنجاز هذا البحث قمنا بتقسيمه إلى ثلاث فصول:

الفصل الأول تحت عنوان الإطار المفاهيمي والتنظيمي لصناديق التحوط نتطرق من خلاله للتعرف على صناديق التحوط وخصائصها ونشأتها وأهدافها والطرق والوسائل المستعملة والاستراتيجيات في الاستثمار في صناديق التحوط.

أما الفصل الثاني فهو بعنوان أثر صناديق التحوط على الأسواق المالية حيث يتضمن ماهية الأسواق المالية وخصائصها والتطور التاريخي لها وأهميتها وعوامل نجاحها ودورها في الاقتصاد، وكيف أثرت صناديق التحوط على الأسواق المالية جراء تقلباتها والأخطار المرتبطة بصناديق التحوط على الأسواق المالية.

أما فيما يتعلق بالفصل الثالث والذي يحمل عنوان دور صناديق التحوط في الأزمات المالية والعالمية وهي جانب تطبيقي سنحلل فيه دور هذه الصناديق في الأزمة المالية العالمية.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي والتنظيمي لصناديق التحوط

تعتبر صناديق التحوط من أكثر الصناديق الشائعة في مجال الاستثمارات البديلة، حيث تعتبر أوعية ادخارية جديدة لها تأثيرها في جذب المدخرات ويستخدم أساليب الاستثمارات وتشجيعها، وتتميز هذه الصناديق بخصائص تميزها عن غيرها من صناديق الاستثمار.

1- ماهية صناديق التحوط

1.1- تعريف صناديق التحوط وخصائصها

تعد صناديق التحوط وجها من أوجه التطور المالي تعتمد على تقنيات تسيير حديثة تسمى التسيير البديل مما يجعلها متميزة ومتفردة عن باقي المستثمرين المؤسساتيين.

1.1.1- تعريف صناديق التحوط

لقد اجمع الاقتصاديين على صعوبة إعطاء تعريف دقيق لصناديق التحوط نظرا لخصوصياتها وعدم شفافيتها.

سنورد فيما يلي جملة من التعاريف التي حاولت الإحاطة بمفهومها.

يعرفها رئيس سلطة الخدمات المالية (FSA) Financial Services Authority بأنها: «كل وسيلة استثمار جماعية أو خاصة تدار من قبل مسيرين محترفين، ولا تفتح رأسمالها للجمهور الواسع».

أما بنك فرنسا فهو يعتبر بأن صناديق التحوط هي: «صناديق استثمار تستثمر في وسائل قابلة للتفاوض، وتستعمل أثر الرفع المالي، وغالبا ما لا تخضع للقوانين».

كما تعرف على أنها وعاء استثمار يضم عددا من المستثمرين من أصحاب رؤوس الأموال الضخمة، وتقوم فلسفته على ضمان تحقيق ربح للمستثمر فيه، بغض النظر عما يحدث في أسواق العالم من تقلبات، ويصل عدد المستثمرين في الصندوق الواحد إلى نحو 500 مستثمر لا أكثر.

يمكن القول من كل ما سبق أن صناديق التحوط هي صناديق استثمار من نوع خاص تعتمد على تقنيات مختلفة للتغطية من المخاطر التي تحدث على مستوى الأسواق المالية باستعمال المنتوجات المشتقة والاعتماد على السحب المكشوف والرفع المالي¹.

¹- هدى الكرمانى، دور صناديق التحوط في الأسواق المالية، مجلة العلوم الانسانية، مجلد أ، عدد 44، ديسمبر 2015، ص 74.

2.1.1- خصائص صناديق التحوط

تتميز صناديق التحوط بخصائص تميزها عن باقي المستثمرين المؤسسيين حيث أن دراسة هذه الخصائص بإمكانها أن تكون نقطة الانطلاق لتحديد كيفية تأثيرها على الأسواق المالية:

يمكن ذكر بعض خصائصها كما يلي:

- لا تخضع صناديق التحوط لأية قوانين خاصة بالإشهار أو التسجيل.
- تتمركز غالبا أنشطتها في الواحات الضريبية.
- تعمل على تنوع حوافظها تنوعا كبيرا، ولا يرتبط عملها بمؤشر معين.
- لا تتأثر بأداء الأسواق، لأنها تراهن على تغيرات الأسعار، لتحقيق مردودية مطلقة.
- تستعمل أثر الرفع المالي والبيع على المكشوف في تعاملاتها.
- لا تفتح رأسمالها إلا لعدد محدد ومميز من العملاء، خصوصا المستثمرين المؤسسيين.
- الاختيار الحر في رؤوس الأموال بحيث صناديق التحوط ليس لديها مستوى محدد لرأس المال.
- الاختيار الحر للأسواق حيث أن الكثير من صناديق التحوط لا تركز على سوق معين لكت تستثمر على أساس الفرص وفي مناطق مختلفة، مثل: أوروبا، الولايات المتحدة الأمريكية.

- ارتفاع الحد للاستثمار وذلك لأسباب إدارية وعادية.
- الاختيار الحر لنوع التجارة غير أن بعض صناديق التحوط تعتمد على نوع من الاستراتيجيات المستعملة عامة، وتحتوي على الحذر والسرية في إتباع تقلبات نظامية مرتفعة أو منخفضة، وبعض هذه الاستراتيجيات تركز على البحوث الاقتصادية الجزئية والكلية، والبعض الآخر موجه تقنياً أو إحصائياً.
- الاختيار الحر للآليات حيث معظم صناديق التحوط تستثمر في منتجات بأموال حاضرة ومشتقة، هذه الآليات يمكن أن تكون في بورصات آمنة أو غير مسجلة.
- نقص الشفافية وذلك لأن صناديق التحوط تباع لفئة خاصة جداً وتتواجد في مناطق حرة، فإن شفافيتها محدودة للغاية.
- فرص الاكتتاب والاسترداد وهي غير مألوفة، مع الإشعار الدوري الطويل من المعايير المعمول بها في صناديق التحوط.
- عوائد مشجعة تكون حسب الأداء وهي سمة تشترك فيها جميع الصناديق.
- الكثير من المسيرين يستثمرون في صناديقهم برؤوس أموالهم الخاصة.
- صناديق التحوط تسعى إلى تحقيق الأداء¹.

¹ - هدى كرمانى، مرجع سابق، ص 75-76.

2.1- نشأة صناديق التحوط وتوزيعها عبر العالم

1.2.1- نشأة صناديق التحوط

بدأت فكرة صندوق التحوط لأول مرة في العالم سنة 1949 حيث قام عالم الاجتماع الاسترالي الأمريكي "ألفريدو ينسلو لاجونز" الذي يعد مقالة حول أحداث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها لحساب مجلة "فورتشن" المالية بالتوصل إلى آليات تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون وكانت فكرته تقوم على المتاجرة في الأسهم من خلال الدخول في مركزين ماليين:

مركز مالي طويل الأجل يشتري فيه الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع.

وأحد المراكز المالية قصير الأجل وهو البيع على المكشوف بحيث يبيع أسهما يتوقع انخفاضها ليعيد شرائها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائدا أكبر من سعر فائدة الاقتراض وفي نفس الوقت تعتبر مخاطرتها مقبولة وهو ما يسمى بالرفع المالي.

وقد جمع صندوق الاستثمار الخاص بجونز كلا من الأسهم الطويلة الأجل والقصيرة الأجل بهدف "التحوط" ضد تعرض المحفظة لتقلبات السوق هذا ويقدر إجمالي عدد صناديق التحوط في العالم بحوالي 9 آلاف صندوق ليبلغ إجمالي استثماراتها أكثر من 3 تريليون دولار تعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نموا في العالم.

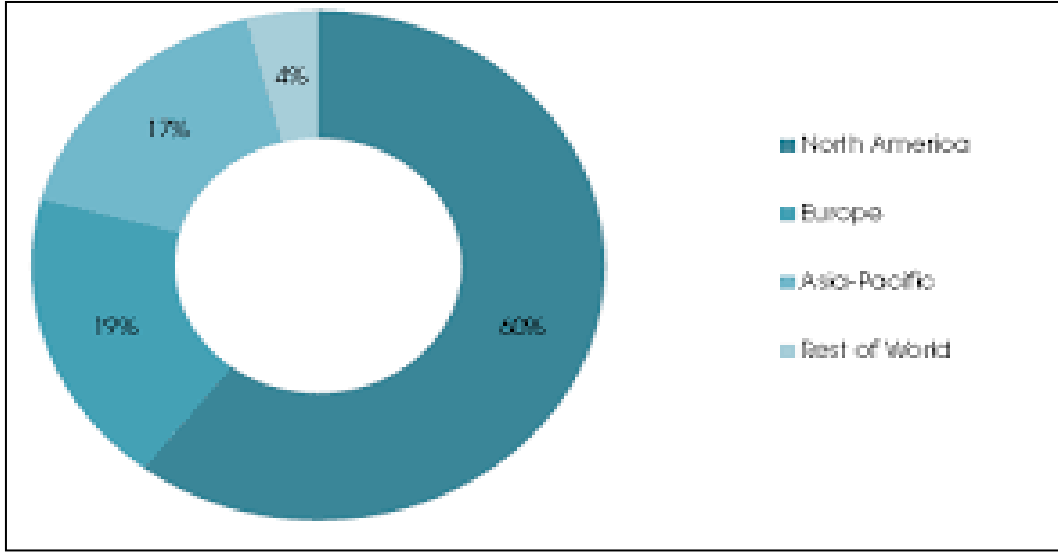
كما أن صناديق التحوط عرفت انتعاش كبير في الفترة الممتدة بين 1975 و1997 من خلال العوائد المرتفعة المحققة من قبل الصناديق ، كما أدت إلى نشوء نوع جديد من الصناديق يعتمد على عوامل الاقتصاد الكلي، ولكن سرعان ما واجهت صناديق التحوط أزمة 1987، التي تكبدت على إثرها خسائر كبيرة ولكن هذا التدهور لم يستمر طويلا لأن صناديق التحوط حققت أداء يقدر بـ 19.5% وقد زاد عدد هذه الصناديق بعد ذلك زيادة كبيرة بحيث قدر عدد من تزيد أمواله على مليار دولار أمريكي بنحو 196 صندوق في عام 2005، وبمجموع أصول قدره 743 مليار دولار أمريكي، وزاد هذا المجموع إلى 1442 مليار دولار في عام 2006، أي بزيادة نسبتها نحو 94%، ويقدر مجموع أصول هذه الصناديق بنحو 2.68 تريليون دولار في الربع الثالث من سنة 2007.¹

2.2.1- توزيع صناديق التحوط عبر العالم

عرفت صناديق التحوط تطورا منذ نشأتها نظرا لأهميتها فيما يلي سنتطرق الى التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط:

¹ - هاجريجي/ ياسمينة ابراهيم سالم، التحوط كآلية لاستثمار الفوائض المالية لصناديق الثروة السيادية، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، العدد/ ماي 2018، ص 2-3.

شكل رقم 01: التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط



المصدر: <https://encrypted-tbn0.gstatic.com> تاريخ الاطلاع: 2023/02/20.

نلاحظ من خلال الشكل أن أمريكا الشمالية المنطقة الأكثر رسوخا في صناعة صناديق التحوط حيث تتمركز غالبية هذه الصناديق 60 % فيها، بينما يتركز 19% من صناديق التحوط في أوروبا أكثر من نصفها 52% مقرها في المملكة المتحدة، وتتركز هذه الصناعة بصفة خاصة في هونغ كونغ و أستراليا و سنغافورة، تتوزع النسبة المتبقية من هذه الصناديق 4% خارج هذه المناطق الرئيسية (بقية العالم) ، وتعد أقل تطور، 37% من هذه النسبة المتبقية تتركز في البرازيل ، تليها 23% في جنوب افريقيا و 8% في الامارات العربية المتحدة .

3.1- أهداف صناديق التحوط وإيجابياتها

1.3.1- أهداف صناديق التحوط

إن صناديق التحوط تسعى بشكل عام لتحقيق العوائد الايجابية تحت أي ظرف من ظروف السوق كما أنها تحتفظ برأس المال المستثمر ومن ثم فإن الاستثمار في صناديق قد يؤدي إلى تكوين عائدات طويلة الأجل وأكبر وتقليل حجم المخاطر عن الاستثمارات التقليدية للأسهم والسندات...

ومن خلال الإدارة التقليدية لحوالي 9000 صندوق تحوط بنسبة 3 تريليون دولار أمريكي لسنة 2015 فقد أصبح الطلب على صناديق التحوط يتزايد يوما بعد يوم على مدار الأعوام القليلة السابقة بصورة لا نهائية.¹

وتمثل صناديق التحوط إحدى فئات الاستثمار البديلة التي تسعى بصفة عامة لجني الأرباح من العناصر غير المتسمة بالكفاءة بالنسبة للسوق حيث أنها غالبا ما تعمل على أساس عالي ولا تقتصر على استثمارات الأسهم فحسب مما يضع نطاقا عريضا من الأسواق والسندات المالية تحت تصرفها.²

وثمة نطاق عريض من استراتيجيات صناديق التحوط المختلفة والتي تحمل كل منها سمات مختلفة وهناك سمة واحدة مشتركة بين جميع صناديق التحوط تقريبا وهي

¹ - نفس المرجع السابق، ص 7-8.

² - المرجع السابق، ص 7-8.

فكرة "التحوط" حيث يعني التحوط تقليل المخاطر عن طريق الاستثمار في بعض الأصول المحددة.¹

من هنا يمكن استخلاص النقاط التالية:

➤ تحقيق أقصى الأرباح الممكنة.

➤ إمكانية تحقيق الربح للمستثمر على الرغم من التقلبات الحاصلة ضمن الأسواق العالمية.

➤ الاستثمار في الأسواق المتنوعة، مثل: السندات، الأسهم، السلع، العملات المشفرة وكذلك العقارات وغيرها.

➤ إتباع استراتيجيات عديدة ومنظمة لضمان تحقيق الأرباح.

2.3.1- ايجابيات صناديق التحوط

تقدم صناديق التحوط العديد من الفوائد والمزايا للقطاع المالي والاقتصادي، حيث تعمل على تحسين كفاءة الأسواق المالية وتزويد هذه الأخيرة بالسيولة اللازمة.

وتتمثل أهم مزايا الاستثمار في صناديق التحوط:²

¹- المرجع السابق، ص 8.

²- بوراس نور الهدى، شطبي مروة، علاقة نشاط صناديق التحوط وآلية التوريق بسوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الولايات المتحدة الأمريكية 2000-2015، مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية نقود ومؤسسات مالية، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، سنة 2015-2016، ص 12-13.

1- العديد من استراتيجيات صناديق التحوط لديها القدرة على توليد عوائد كبيرة في أي حال من ارتفاع أو هبوط أسواق الأسهم والسندات.

2- إدخال صناديق التحوط في محفظة التوازن يقلل من المخاطر العامة للمحفظة والتقلب وزيادة العوائد.

3- توفر صناديق التحوط حلاً مثالياً للاستثمار على مدى طويل.

4- إضافة صناديق التحوط إلى المحفظة الاستثمارية يمكن أن يقدم احتمال التنوع الذي لا يستطيع الاستثمار التقليدي تحمله.

2- الإطار التنظيمي والوظيفي لصناديق التحوط

1.2- الإطار التنظيمي لصناديق التحوط¹

يجب على شركات الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة ومستشاري الاستثمار إتباع العديد من القواعد التي يعتبرها معظم مشغلي صناديق التحوط مرهقة ومعيقة لمزاولة أعمالهم لكن صناديق التحوط تخضع للوائح أخرى مثل أحكام مكافحة الاحتيال بالإضافة إلى ما بعد مأساة 11 سبتمبر 2001 التي تواجهها صناديق التحوط وغيرها برامج لمكافحة غسل الأموال الإلزامية لأول مرة يمكن تصنيف تنظيم صندوق التحوط إلى خمس

¹ - Kenneth S. Phillips and Ronald J. Surz. Cima, Hedge Funds definitive strategies and techniques, Wiley John & Sons Inc. Pp 5-6-7.

فئات: أحكام مكافحة الاحتيال، متطلبات مكافحة غسل الأموال، لوائح هيئة تداول السلع الآجلة.

(CFTE) قانون تأمين دخل تقاعد الموظف لعام 1974 ERISA والاعتبارات القانونية المتنوعة الأخرى.

أحكام مكافحة الاحتيال:

يخضع مديرو صناديق التحوط وصناديق التحوط المسجلين وغير المسجلين لأحكام مكافحة الاحتيال الشاملة لمعلومات أداء القسم 17 من قانون الأوراق المالية للمستثمرين بموجب هذه القاعدة لا يحتاج مدير صندوق التحوط إلى الإفصاح عن أي معلومات أداء ومع ذلك يجب عليه تقديمها إلى هيئة تداول السلع الآجلة (CFTC) وتزويد المستثمرين المحتملين بوثيقة إفصاح يمكن لمديري مستندات الإفصاح في كثير من الأحيان استخدام اللائحة D لتلبية متطلبات هيئة تداول السلع الآجلة خلاف ذلك قد يحتاج المدير إلى توفير ملحق CCTC.

الإبلاغ عن الإغاثة:

توفر القاعدة 4-7 أيضا إعفاءا للتقرير السنوي المعتمد المطلوب بموجب القواعد 4-22 "ج" و"د" بدلا من متطلبات إعداد التقارير الشاملة للقواعد 4-22 "ج" و"د" بموجب 7-4 يحتاجون فقط إلى تقديم بيان سنوي غير معتمد إلى لجنة تداول السلع الآجلة ووكالة العقود الآجلة الوطنية NFA يجب أن يحتوي ذلك على الأجل على بيان بالوضع المالي

اعتباراً من نهاية السنة المالية وبيان "خسارة" الدخل لمديري صناديق التحوط تلك السنة الذين يسعون للإعفاء من الإفصاح بموجب القاعدة 4-12 "ب" لا يمنحهم الاستفادة من إعفاء التقرير السنوي بموجب 4-7.

الإغاثة من حفظ الدفاتر:

CPOS المؤهلة للحصول على الإغاثة تحت قاعدة CFTC معفاة من متطلبات حفظ السجلات الشاملة للقاعدة 4-23.

القاعدة المقترحة 4-9:

في الوقت الحالي على عكس أي إعفاء من لجنة الأوراق المالية والبورصات لا يوجد أي إعفاء من تسجيل CPO مع القاعدة المقترحة ل4-9 CFTC من شأنها أن توفر الإغاثة من تسجيل CFTC لمن يديرون أموالاً فقط مع مستثمرين مؤهلين.

مديري صناديق التحوط مثل CTA:

يعرف قانون تبادل السلع CTA على أنه أي شخص يقوم من أجل الربح بتقديم المشورة للآخرين بشأن التداول في العقود الآجلة يوجد استثناءات على الأقل لهما، أولاً بموجب القاعدة "p" 4.14 .

يقدم المديرون نصائح التداول فقط إلى المجمع أو المجمع التي تم تسجيلهم من أجلها وهم معفون من التسجيل بصفتهم CTAs ثانياً لا يحتاجون إلى التسجيل بصفتهم CTAs

إذا كان لديهم أقل من 15 عميلا في فترة 12 شهرا ولا يعلنون عن أنفسهم على أنهم CTAs فهذا ذو فائدة محدودة لأن كل مستثمر في كل صندوق يحسب كعميل.

إيريسا:

إذا كان 25% من الصناديق على الأقل يتكون من أصول إيريسا فإن الصندوق بأكمله يعتبر أصول خطة بموجب إيريسا فإنه يخضع للعديد من القيود والمحظورات بموجب هذه الأخيرة وتضمن معظم صناديق التحوط ببساطة أن تظل أصول إيريسا الخاصة بها دون مستوى 25%.

اعتبارات قانونية أخرى:

أحكام مكافحة الاحتيال وبرامج مكافحة غسيل الأموال، ولوائح هيئة تداول السلع الآجلة، ومتطلبات إيريسا هي الفئات الأربع الرئيسية للتنظيم التي تؤثر على صناديق التحوط غير المسجلة ومديري صناديق التحوط يجب أن يكون مديرو صناديق التحوط على دراية بالأنظمة والقيود الأخرى التي يمكن أن تؤثر عليهم.

قوانين الأوراق المالية بالولاية: جمع الإعفاءات من التسجيل أو التنظيم من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) ولجنة تداول السلع الآجلة (CFTC) هي نتيجة للقوانين الفيدرالية وقد طورت كل ولاية وأصدرت نظامها التنظيمي الخاص بصناديق التحوط التي تمارس الأعمال التجارية أو تقدم شركات الأوراق المالية داخل الحدود بينما

اعتمدت العديد من الولايات هياكل تعكس النظام الفيدرالي، لكل منها الفروق الدقيقة الخاصة بها.

قانون البورصة: بصرف النظر عن أحكام مكافحة الاحتيال فإن قانون الصرف لديه لوائح أخرى قد تؤثر على صناديق التحوط والمديرين على سبيل المثال: قد يخضعون لمتطلبات الملكية النفعية الواردة في القسم 13 "د" من قانون الصرف، والذي يؤثر على أي شخص هو المالك المستفيد لأكثر من خمسة بالمائة من أي فئة من فئات أوراق التصويت المسجلة بموجب قانون الصرف إنه صندوق تحوط أو مدير مؤهل ككيانات بما في ذلك لجنة الأوراق المالية والبورصات، ويقدم تقريراً عن جميع المواقف التي تفي بحد النسبة المئوية يمكن العثور على بعض متطلبات إعداد التقارير المحددة بموجب قاعدة SEC130-1.

الضرائب: يجب على جميع صناديق التحوط ومديري صناديق التحوط ومستثمري صناديق التحوط النظر في العبء الضريبي بناءً على هيكل الصندوق، على سبيل المثال لا تعتبر الصناديق المهيكلة كشراكات محدودة كيانات خاضعة للضريبة، ولكن يجب على الشركاء في الصناديق مراعاة الدخل والخصومات والمكاسب والخسائر المحققة من الشراكة، حتى لو لم يتلقوا أي دخل من الشراكة.

2.2- الطرق والوسائل المستعملة من طرف صناديق التحوط

تتمثل أهم الأدوات والتقنيات المعتمدة من طرف مسيري صناديق التحوط في:

أ- البيع على المكشوف: بيع الأوراق المالية المقترضة (المملوكة للغير) هو أحد الآليات التي يلجأ إليها المستثمرون في أسواق الأوراق المالية لتحقيق الأرباح في حالة اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض، حيث يعتقد معظم المتعاملين قليلي الخبرة في أسواق الأوراق المالية أن الفريق الوحيد لتحقيق الربح هو شراء الأسهم التي يتوقع ارتفاع أسعارها في المستقبل، فإذا كان من المتوقع انخفاض أسعار الأسهم بصفة عامة في المستقبل كان من المعتقد أن أفضل الطرق التي يلجأ إليها المستثمرون هو البقاء خارج السوق لتجنب تحقيق الخسائر، حيث يقوم هؤلاء المضاربين ببيع أوراق مالية لا يمتلكونها أساساً بسعرها السوقي وذلك بعد القيام باقتراضها من مستثمرين آخرين (مقابل عمولة وأتعاب) ثم القيام بشراءها من السوق بعد أن ينخفض سعرها ويكون الفارق ما بين صافي قيمة بيع تلك الأوراق المالية المقترضة وتكلفة رأسمالية التي تحقق للمضاربين باستخدام تلك الأداة....¹

ب- الرفع المالي: هو عملية تلقائية ينتج عنها زيادة في الربح نتيجة تمويل جانب من عمليات الشركة بديون طويلة الأجل بشرط أن يكون عائد الاستثمار في هذه العمليات أكبر من الأعباء التمويلية.

¹ - زياية ليلى، ماضي يمينة، صناديق التحوط بين تسيير المخاطر وآلية لافتح الأزمات، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، مالية مؤسسات، قسم علوم تسيير، كلية علوم اقتصادية التجارية، وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، سنة 2011-2012، ص 43.

فصناديق التحوط تقوم بالاقتراض من أجل زيادة فعالية حجم المحفظة...¹

ج- المراجعة: هي عملية تنطوي على استغلال حالة عدم التوازن في السوق وتحقيق الربح من وراء ذلك، وعادة ما تنتهي بإعادة التوازن واختفاء فرص تحقيق الأرباح، وطبقاً لنظرية تسعيرة المراجعة فإن الأوراق المالية التي تتعرض لها بالتساوي لذات المخاطر تحقق نفس العائد، وهو ما يطلق عليه بقانون السعر الواحد وإذا لم يحدث هذا تبدأ عملية المراجعة، حيث يتوقع أن يقوم المراجحون بالاندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع أن يرتفع وبيع الورقة ذات العائد المتوقع أن ينخفض، ونتيجة لذلك يرتفع سعر الورقة الأولى وينخفض بالتالي العائد المتوقع أن يتولد عنها، ويستمر نشاط المراجحون على هذا النحو إلى أن يتساوى العائد المتوقع من الورقتين أي إلى أن تختفي أرباح المراجعة ويتحقق التوازن في أسعار الأوراق المالية تبعاً للعوائد المتوقعة أن تتولد عنه.²

د- المشتقات المالية: هي عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية والمشتق أو الورقة المالية المشتقة هي أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم أخرى أصلية.

¹ - بوراس نور الهدى، شطي مروة، مرجع سابق، ص 6.

² - بوراس نور الهدى، شطي مروة، ص 7/6.

صناديق التحوط تمتاز باستخدامها الواسع للمشتقات وأهمها هي: الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المعاملات خارج البورصة فهي تستخدمها سواء للمضاربة أو لتغطية محفظتها...¹

هـ- العدالة الدولية: تقوم الصناديق بشراء الديون بأسعار منخفضة على دول العالم الثالث، بعد ذلك تقوم باتخاذ إجراءات قانونية تسمح بدخول المواد الخام أو القيم الأخرى من أجل الانتماء إلى هذه الدول وهذا ما فشلت في الوفاء بالتزامات مدفوعاتهم...²

و- التسيير البديل: يستند على البحث والتحليل الجزئي أو الاقتصاد الكلي الذي يساعد على إيجاد الفرص سواء في الاتجاهات الكامنة في الاقتصاد أو الأسواق المالية، أو من خلال اكتشاف

مؤسسات ذات خبرة عالية أو أوضاع متعثرة...³

3.2- استراتيجيات الاستثمار لصناديق التحوط

تختلف صناديق التحوط باختلاف مقاربتها وطرق استكشافها للأسواق وأخذها بالفرص واعتماد التقنيات المتعددة أو الاستراتيجيات الاستثمارية حيث تقسم إلى:

¹ - زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 43.

² - زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع نفسه، ص 43.

³ - بوراس نور الهدى، شطي مروة، مرجع سابق، ص 7.

أ- الاستراتيجية المحايدة للسوق

تتلخص هذه الاستراتيجية في الاستثمار بشكل متساو في المراكز الاستثمارية المغطاة والمراكز الاستثمارية المكشوفة على سبيل المثال في حال توظيف 50% من ممتلكات السوق في مراكز استثمارية مغطاة و50% منها في مراكز استثمارية مكشوفة يكون صافي التعرض 0% وإجمالي التعرض 100%¹

ب- الاستراتيجية الطويلة / القصيرة المدى

في هذه الاستراتيجية يمكن لمدراء صناديق التحوط إما شراء الأسهم التي يشعرون بأنها مقومة بأقل من قيمتها أو بيع الأسهم التي يعتبرونها مقومة بأعلى من قيمتها في معظم الحالات، سيكون لصناديق التحوط تعرض ايجابي لأسواق الأسهم على سبيل المثال: إذا وظف صندوق 70% من ممتلكاته في الأسهم وباع 30% من الأسهم الباقية على المكشوف، يكون صافي تعرض الصندوق لأسواق الأسهم 40%².

ج- الاستراتيجية القائمة على مراجعة الدمج بين الشركات

تقضي هذه الاستراتيجية عموماً بشراء أسهم الشركة المستهدفة بعد الإعلان عن الدمج وبيع كمية مناسبة من أسهم شركة الحيازة على المكشوف، وبسبب التخبط الذي يميز انجاز عملية الدمج المعلن عنها، أو إمكانية قيام حرب العطاءات العروض فيها تعتبر

¹ - هاجريجي / ياسمينة ابراهيم سالم، مرجع سابق، ص8.

² - هاجريجي / ياسمينة ابراهيم سالم، مرجع نفسه، ص8.

شركات أخرى عن نيتها في الحيازة، تتفاوت الأسعار وتحاول صناديق التحوط الاستفادة من أي اختلال في الأسعار...¹

د- الاستراتيجيات المدفوعة بالأحداث² Event driven

وتتداول بشكل أساسي الأوراق المالية لشركات مقبلة على عمليات اندماج أو إعادة هيكلة أو إعادة رسملة أو إعادة شراء الأسهم أو ما شابه من فرص فمن الممكن أن يقوم مدير أحد الصناديق بشراء سهم الشركة المدمجة ولضمان استثماره فإنه يقوم ببيع سهم الشركة المدمجة كما تضم هذه التقنية أيضا شراء ملكيات في شركات والمشاركة في الإدارة والعمل لتحقيق بعض التغيرات التشغيلية أو التغيرات الرأسمالية لتحقيق أرباح فيما بعد.

ويمكن أن نميز في هذه الاستراتيجية ثلاث حالات:

- مراجعة الدمج: وتتضمن المراجعة بشكل أساسي صفقات معلن عنها مسبقا مع عدم التعرض أو التعرض بنسبة محدودة لتواريخ سابقة ولاحقة أو مواقف لا يتوقع فيها أي إعلان رسمي وغالبا ما تكون الفرص سائحة في صفقات عبر الحدود الدولية التي تشرك مؤسسات تنظيمية جغرافية متعددة مع نسبة تعرض ضعيفة لائتمانات الشركة وغالبا

¹ - هاجريجي/ ياسمينه ابراهيم سالم، مرجع سابق، ص 8.

² - زياية ليلي، يمينة ماضي، مرجع سابق، ص 45.

ما يكون لاستراتيجيات مراجعة الإدماج 75 % من المناصب في المشتقات المعلنة خلال دورة سوق محددة...¹

- الموقف الخاصة: استراتيجيات تطبق عملية استثمارية تركز بشكل أساسي على فرص الحصول على حقوق الملكية أو الوثائق المتعلقة بملكية شركات أخرى في الشركات المشتركة في صفقات طرح الأوراق المالية أو إعادة شرائها أو بيع الأصول وتوزيع الحصص أو أي موقف ينشئ عن محفز ما وهذه الاستراتيجيات تشمل كل من الصفقات المعلنة والمواقف اللاحقة أو القادمة أو المواقف التي لا يتوقع فيها أي إعلان رسمي عن الصفقات وتطبق الاستراتيجيات عملية استثمارية تركز بشكل أساسي على مدى واسع من الاستثمارية في دورة الشركة وعلى سبيل المثال لا الحصر الأزمات والإفلاس وطرح الأوراق المالية بعد الإفلاس عمليات الاستحواذ المعلن وتوزيع حصص الشركات وبين الأصول وطرح أوراق مالية أخرى والتي تؤثر على هيكل رأس مال الفردي التي تركز بشكل أساسي على المواقف التي تم تحديدها من خلال البحث الأساسي والتي ستؤدي إلى التداول على الشركات أو أي تصفية لقيمة الأسهم من خلال وقوع أي محفز يمكن تحديده وتستخدم استراتيجيات حقوق الملكية (أكثر من 60%) بشكل أساسي ومعها أيضا تعرض الشركات للديون، وعامة تركز على تعرض حقوق الملكية بعد الإفلاس والخلاص من إجراءات إعادة الهيكلة...²

¹ - زياية ليلي، يمينة ماضي، مرجع سابق، ص 45.

² - زياية ليلي، يمينة ماضي، مرجع نفسه، ص 45/46.

- الشركات المتعثرة: استراتيجيات تطبق عملية استثمارية تركز على وثائق الدخل الثابت للشركات تركز بشكل أساسي على وثائق اعتماد الشركات التي تتداول أقل من القيمة الحقيقية عند الطرح أو (الملزمة بسعر التعادل) عند الاستحقاق نتيجة لإجراءات الإفلاس الرسمي أو دراية سوق المال لوقوع هذه الإجراءات على المدى القريب وغالبا ما يشترك المديرون بشكل نشط في إدارة هذه الشركات كما يشركون أيضا في لجان الدائنين في التفاوض على سعر صرف الأوراق المالية للالتزامات البديلة إما مقايضة الديون أو الأوراق المالية المتداولة أو المختلطة ويطبق المديرون عمليات ائتمان أساسية تركز على تقييم وتغطية أصول أوراق المال للشركات المتعثرة وفي أغلب الأحيان يمكن تعرض حافظة الأوراق المالية في وثائق يتم تداولها عامة أحيانا بشكل نشط وأحيانا سيولة قليلة ولكن عامة وعلى عكس الحالات الخاصة، فاستراتيجيات الأزمات تطرح الديون (الأكثر من 60%) ولكن قد تظل حالة تعرض حصص الملكية.¹

هـ- استراتيجية أسهم التحوط: **long short equity (LES) ou equity**

hedge

وهي استراتيجية التي تستخدم تقنيات وأساليب تحليل يتم من خلالها توقع فرضية الاستثمار على أساس تقرير خصائص القيمة للشركات الأساسية بهدف تحديد الشركات المقيمة بأعلى من قيمتها وقد تعمل هذه الاستراتيجية على تنويع مستوى الاستثمار أو مخاطر البيع على المكشوف على مدار دورات السوق ولكن الخاصية المميزة الأساسية

¹- زيادة ليلى، يمينة ماضي، مرجع سابق، ص 46.

التي تميز هذه الاستراتيجية أن مدير الاستثمار يحتفظ بوضع معرض للخطر لأجل قصير ويتوقع أن يحقق نجاحا في خفض أسواق الأسهم أكبر من النجاح الذي يحققه مدير الاستثمار الذي يعمل في الأسهم التقليدية وقد تكون فرضيات الاستثمار ذات طبيعة هامة أو فنية حيث يركز مدير الاستثمار بشكل خاص على الشركات المقدره بقيمة أعلى من قيمتها مقارنة بالاختصاصي في السوق ويتوقع منه شغل منصب في عمليات صافي أسهم الاستثمار قصير الأجل على مدار دورات السوق المتنوعة...¹

و- استراتيجية صندوق صناديق التحوط Fund of hedge Funds

وهو بمثابة صندوق يستثمر في صناديق تحوط أخرى، وبدلا من الاستثمار في صندوق تحوط واحد بمدير واحد واستراتيجية واحدة، يمكن للمستثمر من خلال صندوق الصناديق الوصول إلى عدد كبير من مدراء صناديق التحوط ومن استراتيجيات التحوط، ومن ثم زيادة التنوع في الاستثمار والمخاطر والتخفيف من التقلبات لكن يكمن العائق الأكبر في صندوق الصناديق في وجود شريحة أخرى من الرسوم الإضافية.

يوفر صندوق صناديق التحوط إمكانية الوصول إلى أكبر عدد من صناديق التحوط التي قد تكون مغلقة في وجه المستثمرين الجدد، وغير متاحة لأوساط المستثمرين على نطاق واسع كما أن صندوق صناديق التحوط يسمح بتخصيص مجموعة من استراتيجيات صناديق التحوط (محفظة متعددة الاستراتيجيات) في وعاء واحد أو عدة مدراء أكفاء في

¹ - زيادة ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 49.

استراتيجية معينة (المحفظة الموضوعية) والتي تخدم غرضاً محدداً في مزيج المستثمرين لكن بتكلفة أكبر.¹

ز- الاستراتيجية القائمة على الاقتصاد الكلي العالمي

تقوم الصناديق التي تتبع هذه الاستراتيجية بالاستثمارات استناداً على تقييم الظروف الدولية، مثل أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، التضخم، البطالة، الإنتاج الصناعي، التجارة الخارجية والاستقرار السياسي.

وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأسهم والسندات والعملات والسلع وتلجأ إلى التمويل بالاستدانة والمشتقات المالية وتختلف عن استراتيجيات صناديق التحوط التقليدية بتركيزها على الاتجاهات الرئيسية السائدة في الأسواق بدلاً عن التركيز على أوراق مالية معينة...²

ح- استراتيجية تأمين المحافظ

هناك استراتيجيتين تتعلقان بتأمين المحافظ:

-استراتيجية التحوط الساكن: تدور هذه الاستراتيجية حول التقييد بتغطية المخاطر ساعة اتخاذ القرار أي أن الهدف من التحوط هما هو تثبيت السعر حتى تاريخ الاستحقاق وتنطوي هذه الاستراتيجية على بيع محفظة الأسهم وشراء العدد المناسب

¹ - هاجري، ياسمينه ابراهيم سالم، مرجع سابق، ص9.

² - بوراس نور الهدى، شطي مروة، المرجع السابق، ص8.

من الشهادات التي تصدرها الشركات وتعطي لحاملها الحق في شراء الأسهم أو السندات في تاريخ مستقبلي بسعر محدد مستقبلاً...¹

- استراتيجية التحوط المتحرك: تدور هذه الاستراتيجية حول تحقيق عوائد إضافية بعد القيام بعملية التحوط أي أنها تلجأ إلى تعديل مراكزها المتحوط ضدها نتيجة توقعاتها لاتجاهات أسعار الصرف أو سعر الفائدة أو قيمة الأصول، بمعنى أن يكون نوعاً من المضاربة على المراكز المغطاة، ويتعين على الجهة التي تتعامل بهذه الاستراتيجية الدراية الكافية بالتعامل في هذه الأسواق.²

ط- استراتيجية المراجعة القابلة للتحويل Convertible arbitrage

استراتيجيات تعتمد فرضية الاستثمار فيها على تحقيق التوزيع بين السندات المتعلقة ببعضها، حيث يكون أحد مكونات التوزيع أو العديد منها قابلاً للتحويل إلى سندات وهي استراتيجية توظف عملية استثمار مصممة لتحديد الفرص الجذابة بين سعر "سند قابل للتحويل" وآخر "غير قابل للتحويل" أصدرهما نفس المصدر، فالهدف من هذه الاستراتيجية هو معرفة العلاقة التي تربط السند القابل للتحويل والسهم محل التعاقد، وكقاعدة عامة فإن الأصل القابل للتحويل ينزل اقل من السهم في السوق الهبوطي، بينما يتبع اتجاه السهم في فترة السوق الصعودي...³

¹ - بوراس نور الهدى، شطي مروة، المرجع السابق، ص 9/8.

² - بوراس نور الهدى، شطي مروة، نفس المرجع، ص 9/8.

³ - بوراس نور الهدى، شطي مروة، نفس المرجع، ص 9.

ي- استراتيجية العائد الثابت Fixed income arbitrage

عرفت هذه الاستراتيجية تطورا كبيرا في سنوات 1990 خاصة بعد أزمة LTCU على الرغم من المخاطر العالية التي تواجهها والتي تتمثل في: خطر الصرف، القرض، السيولة، التوقيت، كما كان مسيرو هذه الاستراتيجية يعتمدون على كفاءة أسواق المعدلات Taux ويستخدمون الرفع المالي من أجل تحقيق أرباح غير اعتيادية.

وتعتمد هذه الاستراتيجية أيضا على المقارنة بمنحنيات العائد، وذلك عبر شراء سندات خزينة بدلا من سندات الشركات...¹

ك- استراتيجية إدارة المستقبلات managed futures ou commodity trading advisors

تقتصر هذه الصناديق على الاستثمار في أسواق العقود الآجلة التي تمتاز بالسيولة الكبيرة والشفافية والنظامية وارتفاع استعمال الرفع المالي.

تتعامل العقود المستقبلية المدارة مع الاستثمارات غير المتعلقة بالأسهم، كما أنها عادة ما تتخصص في العقود الآجلة والخيارات وبالنسبة للصناديق التي تتبع هذه الاستراتيجية، فإنه يتم تنظيمها بدقة شديدة تعمل على توفير السيولة اليومية، كما تتميز بالشفافية العالية على خلاف استراتيجيات صناديق التحوط الأخرى...²

¹ - زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 50/49.

² - زياية ليلي، ماضي يمينة، نفس المرجع، ص 50.

ل- استراتيجية الانتهازية: **distressed**

تقوم على شراء وبيع الملكيات الخاصة أو السندات أو الديون، وذلك في حالات الإفلاس والمشاكل المالية أو إعادة الهيكلة المالية، يسعى المديرون هنا لتحقيق عوائد من أرخص أسعار ما يشترونه بفعل حاجة الغير إلى الأموال أو عبر الدخول للتطوير بعض الشركات وتدفعاتها المالية.

حيث توجد طريقتان للاستثمار في هذه الاستراتيجية وهما: الطريقة المطلقة والطريقة النسبية، كما تشبه هذه الاستراتيجية في كثير من النواحي الاستراتيجية المدفوعة بالأحداث...¹

م- استراتيجية الأسواق الناشئة: **Emerging markets**

يستثمر مسيرو هذه الاستراتيجية في البلدان الناشئة أين يكون PNB (الدخل الوطني الخام) للسكان أقل من 7.62041

أهم ما يميز هذه الاستراتيجية كون أن الأسواق أقل تطورا وسائلة، وهذا بسبب نقص المعلومة، السيولة، النظام وفرص المراجعة، إضافة إلى أنها تعرض مخاطر جد مرتفعة. تقوم صناديق التحوط بالاستثمار في الأسواق الناشئة التي يغلب عليها التضخم الشديد والتي تقدم للمستثمرين إمكانيات نمو عالية وأفاق للتنوع مثيرة للاهتمام كما أن

¹- زيادة ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 47.

عمليات البيع على المكشوف نادرة جدا في هذه الأسواق ...¹

ن- الاستراتيجية الكلية: global macro

اشتهر بهذه الاستراتيجية الكثير من الأشخاص على غرار "جورج سوروس" و "جوليه روستن" كما كانت الاستراتيجية الميزة الأساسية لسنوات 80 و90، حيث يعتمد مسيري هذه الاستراتيجية على اتجاهات الاقتصاد الكلي مديرو الاستثمار الذين يستخدمون نطاق واسع من الاستراتيجيات حيث تعتمد على التحركات في المتغيرات الأساسية، وما يترتب عليها من آثار على الأسهم، والدخل الثابت والعملية الصعبة، وأسواق السلع، ويوظف المديرون مجموعة من الأساليب كالتحليل التقديري والنظامي، ومجموعة من الفرضيات المركزية واللامركزية، المناهج الكمية والأساسية، وفترات المساهمة على المدى الطويل والقصير كما تعتمد هاته الاستراتيجية على فرضيات الاستثمار البديلة على تحركات متوقعة ومستقبلية في السندات الأساسية حيث يقوم مديرو صناديق التحوط الكلية والمساهمة بعمل سندات مالية للأسهم تعتمد على فرضية الاستثمار المهيمنة على التأثير المحتمل لتحركات في المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية على أسعار السندات المالية بما يخالف التاريخ الاقتصادي حيث تكون الخصائص الأساسية للشركة هي الأكثر أهمية وهي المتممة لفرضية الاستثمار...²

¹ - زباية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص48.

² - زباية ليلي، ماضي يمينة، نفس المرجع، ص47.

خلاصة الفصل الأول:

إن صناديق التحوط تعتبر أكثر الصناديق الشائعة في مجال الاستثمارات البديلة وهو شراكة رسمية بين مستثمرين يجمعون أموالهم معا ويودعونها في شركات إدارة احترافية للاستثمار، كما تتميز صناديق التحوط بالشفافية، ولها حرية كبيرة في ممارسة أنشطتها حيث تقع مسؤولية المراقبة على عاتق المستثمرين في هذه الصناديق، خصوصا أنهم يتمتعون بالخبرة في الإدارة والتسيير.

كما يمكن القول أن صناديق التحوط تراهن على عدم كفاءة الأسواق وتستغل إمكانيات الحصول على معلومات أكثر وبسرعة من باقي المتعاملين لتحقيق نتائج ايجابية تفوق ما يحققه باقي المنافسين.

الفصل الثاني:

صناديق التحوط والأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية الرابط الأول بين وحدات العجز ووحدات الفائض أملا في تحقيق أقصى الأرباح وبأقل التكاليف، فالأسواق المالية بمؤسساتها وأصولها تمثل جوهر النظام المالي الذي تعتمد عليه المنشآت المالية المختلفة والأفراد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

1. ماهية الأسواق المالية

يقوم السوق المالي بدور محوري في الاقتصاد المعاصر فهو يمثل قناة الربط المالية ما بين الادخارات المتدفقة ومتطلبات الاستثمار، إذ أنه يوفر بيئة تمويلية مناسبة للوحدات الاقتصادية التي تعاني من نقص في السيولة كتمويل مشاريعها، في المقابل فهو يوفر مكاسب للوحدات الاقتصادية التي تقوم بالاستثمار في هذه السوق من خلال العائد المتحصل عليه نتيجة القيام بعملية الاستثمار.

1.1- مفهوم الأسواق المالية وخصائصها

1.1.1- تعريف الأسواق المالية

الاقتصاد الحديث من ثلاثة أسواق رئيسية في أسواق المواد التي يتم فيها تبادل عناصر الإنتاج وتقوم بتوزيعها على الأنشطة الإنتاجية المختلفة وأسواق السلع والخدمات المنتجة التي يتم فيها تبادل السلع الاستهلاكية والإنتاجية، من خلال إنفاق ما تحصل عليه من عناصر الإنتاج من عوائد (دخل) وعلى السلع الاستهلاكية وما تنفقه الوحدات الإنتاجية على السلع الإنتاجية على السلع الإنتاجية في عملية الاستثمار، وأخيرا الأسواق المالية.¹

وتعرف السوق المالية على أنها: سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو في سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويلة الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، ولعب أجهزة الوساطة المالية والمصرفي واللامصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية وتشير أسواق المالية إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي تضمها هذه الأسواق وتتكون الأسواق المالية أساسا من سوق رأس المال، وهو السوق الذي يتم التعامل على الأوراق المالية طويلة

¹ - جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، مالية، تأمينات وتسيير المخاطر، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، دفعة 2012-2013، ص3.

الأجل مثل الأسهم، وأما السوق الآخر فهو سوق النقد، وهو السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية قصيرة الأجل.

2.1.1- خصائص السوق المالي

تتمتع الأسواق بخصائص تجعلها تتميز عن باقي الأسواق المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص نجد ما يلي:¹

1-ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الجانبية في سوق مالية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.

2- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، وفي القيمة الكلية للتبادلات الدولية.

3- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية.

4-تزايد دور التعاملات غير النظامية سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلوكية واللاسلكية.

¹ - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 17-18.

5- إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.

6- مصدر تمويل للاقتصاد الوطني.

7- أداة لقياس الأصول وللمساعدة على تحويل البنية الاجتماعية والتجارية.

8- مكان للتعاملات الخطرة.

9- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويل.

10- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي وذلك لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من عائدها الكبير إلا أن مخاطرها كبيرة.

11- السوق النقدي يعتبر سوق جملة ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جدا ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسرة.

12- أدوات الاستثمار المستخدمة في السوق النقدية تعتبر عالية السيولة.

2.1- التطور التاريخي للأسواق المالية والعوامل التي تؤدي إلى نجاح الأسواق المالية

1.2.1- التطور التاريخي للأسواق المالية

يرجع التطور التاريخي للأسواق المالية إلى التطور في أسواق السلع والخدمات، وإن لم تكن تعرف بهذا الاسم، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضاعتهم وتحديد أسعارها الآنية والآجلة، ومن ثم بدأت تتبلور في مجموعة من المراحل يمكن إيجازها فيما يلي:¹

أ-المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة.

ب-المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الافراد عليها.

¹- جلال بن دهان، دور الأسواق المالية بتفعيل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص3-4.

ج- المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات ..الخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل، لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

د- المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

هـ- المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية، وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات وعمليات البيع الأجل والاني... الخ.

2.2.1- العوامل التي تؤدي إلى نجاح الأسواق المالية: لنجاح الأسواق المالية يقتضي

ذلك عدة شروط بعضها موضوعي والآخر شكلي:¹

أ-الشروط الموضوعية: تتضمن الشروط الموضوعية العناصر التالية:

1-تنظيم الأسواق المالية وذلك من خلال:

¹ - جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص7.

عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية.

تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.

تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية وذلك بالتزاماتها بالأنظمة والقوانين.

2- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر لذلك فإن نجاح أي سوق مالية لا بد من نشر بيانات معلومات عن الشركات القائمة والحديثة وبيان أسعار أوراقها المدرجة والتي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤساء الأموال إليها.

3- جعل الادخار اختياري وليس إجباري.

ب- الشروط الشكلية: وتتلخص فيما يلي:

الوضع الجغرافي: موقعه الجغرافي ومدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية.

الاهتمام بالمرافق العامة وفي مقدمتها سهولة المواصلات والاتصالات السلوكية واللاسلكية.

وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار إذ أنه عندما تتوفر

الشروط الشكلية والموضوعية فإنها تهيأ الفرصة لقيام سوق مالية فعالة وناجحة.

3.1- أهمية الأسواق المالية

تعد أهمية الأسواق المالية إلى الكثير من العوامل تتمثل فيما يلي:¹

1/ تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي..

2/ المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من قطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.

3/ تسهيل إلتقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء.

4/ تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، يزداد دور أسواق الأوراق المالية وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد عليها الاقتصاد فيها على المبادرة.

¹- بوراس نور الهدى، شطيبي مروة، مرجع سابق، ص38-39.

5/ ضرورة حتمية لتنمية الادخار وتوجيهه لخدمة التنمية الاقتصادية.

6/ عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

7/ السوق وسيلة رئيسية لتحقيق سيولة الاستثمارات المدخرة وبالتالي تعبئة وتنمية المدخرات.

8/ كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

9/ تقدم السوق مؤشرا ماليا إضافة للمؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي عن طريق تطوير أسعار الأوراق المالية..

10/ تمثل السوق المصدر الأساسي للتمويل بواسطة إصدار الأسهم والأوراق المالية.

11/ تحتل السوق المالي مجموعة متكاملة من المؤسسات المنتجة للاستثمارات والصناديق والشركات التعاونية.

12/ تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسين رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي من خلال:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.

- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في الأسواق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فعالين في الاقتصاد القومي.

- المحافظة على الثروة وتنميتها، إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل معها في الأسواق، وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو (القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما وان الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل أنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنوها.

- تسهيل الحصول على سيولة: إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

-المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود أنه إذا أراد مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذون خزينة) وبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود يضع في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

-نشر سلوك الاستثمار: من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، يصدرها مستثمرون (أو وسطاءهم) بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة، وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية، كما وأن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها.

- تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية، ذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن.

-تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية، كما يلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تشتمل على جانبها هاما من الأسواق المالية.

-تمويل خطط التنمية الاقتصادية حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة لا بد من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، تقوم بطرح مشاريعها النقدية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك باشتراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب.

2. تأثير صناديق التحوط على الأسواق المالية

1.2- دور الأسواق في النشاط الاقتصادي

وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، وتعمل تلك الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب والعرض

وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية.¹

فبالأسواق المالية تستمد أهميتها من وجودها ودورها المتعدد الأوجه، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي ، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته ، وفي الوقت عينه تتأثر به.

وتلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جنب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد والشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية، فضلا عن ذلك تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

وتوفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

¹ - حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 27 مارس 2004، ص 10-11.

وتمثل أسواق الأوراق المالية حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعتها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار هذه الأسهم.

وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

توفير الحافز للمستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

القدرة على توفير وإعادة تدويركم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.

رفع درجة الوعي بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويل صغار المدخرين الى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.

إلى جانب ذلك فإن أسواق رأس المال تساعد في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي وتعمل أسواق رأس المال في موازاة ذلك على تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.

2.2- تقلبات الأسواق المالية وتأثير صناديق التحوط عليها

شركات الاستثمار موجودة منذ وجود الأسواق المالية الشركات المعروفة باسم المستثمرين في الأصل من خلال الجمع بين أداتين للاستثمار: البيع على المكشوف والرافعة المالية، يتضمن البيع على المكشوف اقتراض ورقة مالية وبيعها تحسبا للقدرة على إعادة شرائها بسعر اقل في السوق في أو قبل الوقت الذي يجب سداده فيه للمقرض.¹

الرافعة المالية هي ممارسة استخدام Hedge Fund المقترضة (وبالتالي فإن الشركات ذات الرافعة المالية لديها نسب عالية للديون إلى حقوق الملكية) صندوق التحوط الأصلي، صندوق جونز الذي أنشأه عالم الاجتماع والصحفي المالي ألفريد وينسلو جونز في عام 1949.

كانت رؤية جونز هي أن اقتران التعرض الطويل مع البيع على المكشوف للأوراق المالية الأخرى الصادرة عن الشركات في نفس القطاعات يمكن أن يعزل أو التحوط عوائد المحفظة من تقلبات السوق وبالتالي فإن الأداء ضمن "التحوط" سيعتمد على اختيار الأسهم بدلا من اتجاه السوق باستخدام الرافعة المالية قام صندوق جونز بتضخيم تأثير الفروق في الأداء بين الأسهم التي كلن طويلا فيها والأسهم ثبتت استراتيجياتها لاحقا كشراكة محدودة (من 1952) جعل جونز أتعاب المدير التحفيزية دالة للأرباح (في

¹ - أنسي جونز، دونالد هيمايتسون، بانكية شدة، لورا إي كودريس، Barry j. Eichengreen ، سونيل شارما، 15 مايو 1998، الناشر صندوق النقد الدولي، صناديق التحوط وديناميكية الأسواق المالية.

حاليته 20% من الأرباح المحققة) ووافق على الاحتفاظ برأس ماله الاستثماري في الصندوق (مع ضمان توافق حوافزه وحوافز مستثمره).

-تكاثر صناديق التحوط في سنوات البداية 1968-1996 مع صعود سوق الأوراق المالية وحظي جونز بدعاية مواتية قام مسح أجري في عام 1968 بتعداد 215 شراكة استثمارية، تم تصنيف 140 منها على أنها صناديق تحوط، تم تشكيل معظمها في نفس العام، تركزت هذه الصناديق على الاستثمار في أسهم الشركات مع الاتجاه التصاعدي للسوق.

اعتمد مدير صناديق التحوط على الرافعة المالية أكثر من البيع على المكشوف وقد جعلهم ذلك عرضة لتراجع السوق الممتد الذي بدأ في نهاية عام 1968 وبحسب أحد التقديرات فإن الأصول الخاضعة للإدارة من قبل أكبر 28 صندوق تحوط قد انخفضت بنسبة 70 بحلول نهاية عام 1970، وقد أغلق خمسة من هذه الصناديق الكبيرة البالغ عددها 28 صندوقا مع الصناديق الصغيرة التي نخرج عن العمل بوتيرة أسرع.

- شهدت صناديق التحوط التي نجت والداخلين الجدد إلى الصناعة الشعبية المتجددة في الثمانينيات ارتبط ظهورهم بالتحريك المالي الذي فتح فرصا استثمارية جديدة، وشجع المديرين على بناء محافظ متنوعة دوليا من السندات الحكومية والعملات والأصول الأخرى، أصبحت صناديق التحوط من المؤلف بشكل خاص والتي جنت عوائد عالية في عام 1985.

(Taguar Fund ونظيره في الخارج Tiger Fund ابتداءً من عام 1986 وهو عام من التعليقات الصحفية المواتية على "اللعبة الكلي العالمي" الذي ينطوي على استثمار كبير في شراء العملات الأجنبية ثم شراء الخيارات مع توقع أن الدولار الأمريكي بعد أن ارتفع بشكل حاد لمدة أربع سنوات أصب حالان غير متوازن وسينخفض مقابل العملات الأوروبية.

تؤدي حلقة عدم الاستقرار في الأسواق المالية الدولتين إلى زيادة اهتمام المسؤولين الحكوميين وغيرهم بالدور الذي يلعبه المستثمرون المؤسسون للنظام النقدي الأوروبي كان (ERM) وصناديق التحوط على وجه الخصوص، كان هذا هو الحال في عام 1992، بعد الأزمة التي أثرت على آلية سعر الصرف كما هذا هو الحال في عام 1949، وهي فترة اضطراب في أسواق السندات الدولية كان هذا هو الحال مرة أخرى في عام 1997 في أعقاب الاضطرابات المالية في آسيا، في كل حالة تم اقتراح أن صناديق التحوط عجلت بتحركات كبيرة في أسعار الأصول، إما من خلال الحجم الهائل لمعاملاتها الخاصة أو من خلال ميل المشاركين الآخرين في السوق إلى إتباع قيادتهم.

3.2- مخاطر الاستثمار في صناديق التحوط

تتعرض صناديق التحوط للعديد من المخاطر منها:¹

مخاطر الرافعة المالية: أي المخاطر التي ترتبط بما تفترضه هذه الصناديق من أموال إلى جانب استثمارات أصحاب الصندوق والتي قد تكون نسبة القروض إلى الأموال المستثمرة أكبر من 10/1 وقد تصل إلى أكثر من عشرين ضعفاً، وفي هذه الحالات إذ تعرض الصندوق لخسارة فإنها تآكل الأموال التي استثمارها المستثمرون فيه..

مخاطر البيع على المكشوف: ففي حالة ارتفاع أسعار الأدوات التي باعها على المكشوف إلى مستوى يفوق كثيراً سعر البيع بما يحملها خسارة كبيرة.

الميل الشديد للمخاطر: أن صناديق التحوط بطبيعتها الاقتصادية تستهدف التوجه نحو الاستثمارات ذات المخاطر الأكبر، مثل السندات ذات العوائد المرتفعة والأوراق المالية ذات الأسعار المنخفضة والديون المرهونة والديون العقارية.

نقص الشفافية: تعد صناديق التحوط منشآت اقتصادية ذات طبيعة سرية، لذا قد يكون من الصعوبة لبعض المستثمرين تقييم استراتيجيات الصندوق الاستثمارية أو تركيبة المحافظ.

نقص الرقابة: لا تخضع أغلب صناديق التحوط للقوانين العادية من المنظمين لذا فإنها قد تحمل بعض المخاطر في هياكلها التنظيمية.

¹- بوراس نور الهدى، شطيبي مروة، مرجع سابق، ص 13.

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر الأسواق المالية أحد أهم الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما يتضح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

الفصل الثالث:

تحليل دور صناديق التحوط في الأزمة

الأزمات المالية من أكثر مواضيع الاقتصاد تداولاً فقد اجتاز العالم جملة من الأزمات المالية لذلك شكل تكرار هذه الأزمات المالية محل اهتمام الباحثين وتعتبر أزمة الرهن العقاري أحسن مثال عن انتشار الأزمات عبر العالم، حيث أصبحت أزمة مالية عالمية مست كل القطاعات في وقت وجيز.

1. ماهية الأزمة

تمثل صناديق التحوط عالم آخر للاستثمار يختلف تماماً عن التعاملات والتداولات المعتادة في أسواق المال، ونظراً لتكرار الأزمات في الساحة الدولية والمخاطر العالمية وسرعة الحركة بهذه الصناديق عرفت اتجاهات مؤيدة لفكرة أن صناديق التحوط تساعد في تسيير المخاطر والتقليل من حدة الأزمات، وأخرى معارضة ترى إن هذه الصناديق هي السبب الرئيسي وراء جميع الأزمات الحاصلة وحتى وقت قريب كانت الرقابة شبه معدومة على هذه النوعية من الاستثمارات، إلا أنّ مخاطر عالية وسرعة الحركة دفعت بهذه الصناديق إلى الواجهة الرقابية الدول المتقدمة أزمة المالية العالمية 2008.

ومن هنا تبرز أهمية دراسة صناديق التحوط من خلال الوقوف على الدور الذي لعبته في تسيير المخاطر التي يتعرض لها السوق المالي وكذا المساهمة في الخروج من الأزمات.

وعليه يمكن صياغة الإشكالية التالية:

هل بإمكان لصناديق التحوط أن تعمل على الوقاية من الأزمات المالية؟.

1.1- تعريف الأزمة المالية

تعددت المفاهيم الخاصة بالأزمة المالية ويمكن منها ما يلي:

- "هي انهيار ثقة مفاجئ لجزء أو كل النظام المصرفي أو اضطراب غير متوقع في سوق العملات بسبب انهيار أسعار الصرف مما يجعل البنوك المركزية تتدخل مستخدمة الاحتياطات النقدية دفاعا عن العملة الوطنية برفع أسعار الفائدة هذا وقد تواجه الحكومات تعثر البنوك في رد أموال المودعين وسداد التزاماتها محدودة الأجل وقصيرة الأجل مما يجعل الحكومات تتدخل لحيلولة دون انهيار النظام البنكي برمته".

كما أن الأزمة تتجسد أيضا في: "تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية: حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف".

كما تعرف الأزمة المالية على أنها: "عبارة عن موقف تتعرض له الدولة، ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح والقيم الجوهرية للدولة، ويتسم هذا التهديد بالمفاجأة، وعدم التوقع من قبل صانع القرار، فيشعر بضيق الوقت المتاح

للتفكير له، وأنه يجب عليه اتخاذ القرار المناسب بصدده قبل تغير ذلك الموقف على نحو يصعب السيطرة عليه.¹

2.1- خصائص الأزمة المالية

بالرغم من أن الأزمات المالية بمختلف أنواعها تختلف من حيث الطبيعة إلا أنها تشترك في نفس الخصائص ومنها:

نقص المعلومات وعدم دقتها: حيث لا يعرف من المتسبب في حدوث الأزمة ولا يعرف حجمها ولا توجد ضوابط علمية لمعرفة كيفية التصرف معها. تصاعد الأحداث: إن توالي الأحداث بسرعة يضيق الخناق على من يمر بالأزمة وعلى صاحب القرار أيضا.

فقدان السيطرة: إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق صاحب القرار وتوقعاته.

غياب الحل الجذري السريع: فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري، فضلا عن غياب هذا الحل الجذري أصلا.

التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة لها أو المعارضة لها.

التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة لها أو المعارضة لها.

¹ - ميريميت عديلة، صناديق التحوط كأسلوب لإدارة المخاطر والوقاية من الأزمات المالية دراسة صندوق LTCM وصندوق Soros Fund Management، مخر التنمية الذاتية والحكم الراشد، عدد2، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2018، ص 232.

الدخول في دائرة المجاهيل المستقبلية التي يصعب معرفتها أو حسابها بدقة تشبه الدوامة التي تدور في فلك يصعب الخروج منه.

بما أن الأزمة تمثل تهديداً لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابهتها تعد واجباً مصيرياً.

تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظراً لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عالي وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها. إن مواجهتها تستوجب خروجاً من الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب أو مواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية.¹

3.1- لمحة تاريخية عن أهم الأزمات

شهدت الأسواق المالية الدولية العديد من الأزمات المالية التي أثرت على مكانة الدول الاقتصادية وتمثل أهم هذه الأزمات في:

أ. أزمة الكساد الكبير 1929-1933

جاءت هذه الأزمة في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة ازدهاراً غير مسبوق، حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية، وتم توظيف جزء كبير منها في سوق الأوراق المالية، فساهم هذا في جلب المزيد من الازدهار والانتعاش إلى السوق الأمريكية، وبفضل التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوي الدخل المنخفضة، تمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة، وبحلول عام 1929، كانت أسعار الأسهم قد

¹ - مريميت عديلة، مرجع سابق، ص 233.

تضاعفت أربع مرات خلال خمس سنوات، فارتفعت قيمة مؤشر داوجونز وحذر العديد من الاقتصاديين من انفجار الفقاعة المالية، وحدث هذا بالفعل في 18 أكتوبر 1929 حيث هبطت قيمة الأوراق المالية في البورصة بشكل مفاجئ وكبير، وشهدت البورصة فيضانا من البيوع للأسهم والسندات، وانخفض مؤشر داوجونز الصناعي بمقدار 21 نقطة، واستمر سوق الأوراق المالية في الانهيار، حتى بلغت خسارة البورصة في نيويورك في 13 نوفمبر التالي 30 مليار دولار واستمرت الأزمة¹.

خصائصها: تميزت ب:²

تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بأكمله.

استقرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حيث استغرقت حوالي 4 سنوات.

عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا انخفضت

الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما انخفضت عمليات الخصم والإقراض بمقدار

مرتين.

الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة.

ترافقت الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات.

اختلاف أمد ودرجة حدة الأزمة من بلد إلى آخر.

¹ - بوراس نور الهدى، شطبي مروة، مرجع سابق، ص 52.

² - زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 57.

كان الارتفاع في أسعار الفائدة ناتجا عن تزايد الطلب على النقود كسداد القروض السابقة لكن مع استمرار الأزمة انخفض الطلب على القروض بشكل حاد بسبب انخفاض الإنتاج الصناعي والمبادلات وأيضا زيادة عرض رؤوس الأموال، هذا بالإضافة إلى سياسة النقود الرخيصة.

ب. أزمة 1929:

أسباب:¹

انهيار في سوق الأسهم وانخفاض مؤشر داو جونز في الأعوام الثلاثة في ثلث سنة 1929 بنسبة 89%

تقليص حجم القروض جراء إفلاس المصارف التجارية بعد انهيار أسواق الأسهم بشهور.

إفلاس ما لا يقل عن 608 مصرف ومنها Bank of America

كان بإمكان البنك الاحتياطي الفيدرالي التحكم في الأزمة عن طريق تخفيض نسبة الفوائد، توفير القروض وشراء سندات ولكن على العكس من ذلك قلص من قروض النظام المصرفي وأسهم في تفاقم الأزمة.

تهافت الناس على بيع وشراء الذهب فزاد الاحتياطي الفيدرالي وكان ذلك بمثابة تعبير الطريق أمام إعلان الرئيس روزفلت في مارس 1932 عن إعطاء إجازة المصارف، 2500 مصرف لم يعرف من هذه الإجازة إلى النشاط المصرفي.

¹ - زيادة ليلى، ماضي يمينة، المرجع السابق، ص58.

ج. أزمة وول ستريت 1987

شهدت الفترة قبل حدوث هذه الأزمة ازدهارا كبيرا وارتفاعا ملحوظا لأسعار الأسهم، حيث ارتفع المؤشر الفرنسي لأسعار الأسهم بـ 275% وارتفع المؤشر الياباني بـ 271% وداوجونز بـ 197% ، وكذلك المؤشر البريطاني فايماشن تايمز بـ 200%، ويمكن إرجاع هذا التطور إلى تزايد أرباح الشركات وتساعد عمليات الابتكار المالي مما زاد من سرعة أداء العمليات المالية، حيث بدأت الأزمة في اللحظات الأولى من الافتتاح في يوم 19 أكتوبر 1987، وذلك نتيجة اختلال توازن بين الطلب والعرض، ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل وأيضا في سوق العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل فقد تدافع المتعاملون لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي بحوزتهم، ونجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض جاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم، حيث سجل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة والذي يقيس تطور أسهم 30 شركة أمريكية انخفاضا بحوالي 22.5 من قيمة الأسهم المتداولة ذلك اليوم.¹

وسرعان ما انتشرت الأزمة إلى باقي الدول، نتيجة طبيعة وخصائص العلاقات النقدية والمالية الدولية، حيث أصبح تداول العملات الرئيسية الدولية من أهم قنوات انتقال الأزمات، والدور الهام الذي لعبه الدولار، حيث تسبب تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر 1987.

¹ - بوراس نور الهدى، شطي مروة، مرجع سابق، ص52.

وتتلخص أهم الأسباب المؤدية إلى حدوث أزمة وول ستريت 1987 في النقاط التالية:¹

- نشاط السوق المالية الدولية بشكل مذل حيث بلغ ذروته سنة 1987.

- قوة ارتباط الأسواق المالية فيما بينها.

- ضخامة الصفقات والعمليات المتداولة في الأسواق المالية العالمية.

- تنوع الأصول المتعامل بها.

- استخدام أحدث الأساليب في الاتصال، وأكثر التقنيات تطور في إدارة الأنشطة والعمليات ساعد على سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر.

- قوة العلاقات النقدية والمالية كان من أهم قنوات انتقال الأزمة ومثال ذلك تداول العملات الرئيسية كالดอลลาร์ تسببت تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر 1987.

- التفسيرات المتناقضة التي تتعلق بكفاءة السوق المالي.

د. أزمة اليابان 1993

يعود سبب الأزمة المالية التي شهدتها اليابان خلال الفترة من 1993 حتى 2000 إلى الفقاعة التي شهدتها الاقتصاد الياباني والتي اعتمدت في قوتها على النمو السريع للاقتصاد الياباني خلال الفترة من 1950-1973 فتضخمت أسعار العقارات وانتشرت

¹-زباية ليلى، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص59.

المضاربات في هذا القطاع، وكثر معدل الاقتراض للاستثمار فيه، فزادت القروض التي استندت إلى ضمانات ذات مخاطر عالية، فضلا عن انعدام الشفافية في القطاع المصرفي، مما أدى إلى شيوع عدم الثقة لدى المستثمرين بالنظام المالي الياباني، وتراجع التقييم الائتماني للمؤسسات اليابانية بمعرفة وكالات التقييم الأمريكية، كانت النتيجة في الأزمة الشديدة التي أضرت الاقتصاد الياباني والتي بلغت قيمتها في سنة 1995، حيث أفلس 14 بنكا من بين أكبر 21 بنك في اليابان واضطرت اليابان للاقتراض من الخارج حيث بلغت مديونيتها الخارجية في شهر ديسمبر 1994 مبلغ 1612 مليار دولار كقروض أجنبية.¹

هـ. أزمة المكسيك 1994²

لقد حدثت الأزمة المكسيك سنة 1994 وكشفت عن ضعف اقتصاديات الدول النامية والأسواق الناشئة في الصمود والتكيف في الصدمات التي تحدثها العولمة المالية، نجمت الأزمة عن تدفق مذهل لرؤوس الأموال إلى الخارج، بشكل سريع مثير للانتباه وكان بمثابة بداية للانهييار المالي العالمي، فتعتبر هذه الأزمة من أولى الأزمات في عالم الأسواق المعولمة التي جرت ورائها أزمات في عدد كبير من دول العالم.

¹ - بوراس نور الهدى، شطبي مروة، مرجع سابق، ص53.

² - زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص60-61.

أسباب الأزمة المالية في المكسيك:

يمكننا ذكر أهم الأسباب فيما يلي:

تقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية، واختفاء التدهور في المدخلات الخاصة وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية، الناتج عن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، بسبب تنفيذ المكسيك لبرنامج الإصلاح الاقتصادي، الاعتقاد بأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى للإصلاح.

الارتفاع الكبير في الاستهلاك وفي استيراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سوف ترتفع فيما بعد: وهذا الارتفاع ناتج عن المغالاة في تقييم البيزو.

بعد ارتفاع سعر الفائدة وإدارة الدين الحكومي قصير الأجل والتوسع في الائتمان الممنوح للجهاز المصرفي من أهم الأسباب المؤدية لحدوث هذه الأزمة والذي دفع الحكومة إلى انتهاج السياسة نقدية متشددة وتوسيع مجال التدخل في سعر الصرف للمحافظة على استقرار العملة.

إن تقلبات سعر الصرف والاضطرابات المالية المتتالية نتجت عنها آثار سلبية كارثية على الاقتصاد المكسيكي، حيث انخفضت قيمة العملة المكسيكية البيزو 40% من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994 ويرجع ذلك إلى أسباب اقتصادية خارجية أدت إلى انخفاضات متتالية في الاستثمارات غير المباشرة وأسباب سياسية داخلية تمثلت في إشاعة جو من الغموض الشديد على المستوى الاقتصادي والتساهل في السياسة النقدية خلال 1994

حيث أدت إلى التوسع السريع الممنوح إلى البنوك من قبل البنك المركزي المكسيكي والممنوح للقطاع الخاص من قبل البنوك التجارية وبنوك التنمية كما لا ننسى قرار الحكومة بتعويم البيزو وتخليها عن إدارة نظام سعر الصرف.

و. أزمة جنوب شرق آسيا 1997

بدأت الأزمة في جنوب شرق آسيا وكوريا الجنوبية وتعمقت بها وانتشرت إلى بقية الدول الآسيوية عام 1997، وكانت نتيجة الحركة السريعة لرؤوس الأموال عبر الحدود وخاصة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وهذه الأموال بحكم طبيعتها ونمط استثمارها تتغير من اتجاه حركتها بسرعة فائقة، وقد عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمات مالية قبل عام 1997 كأزمة أندونيسيا 1978 وكوريا عام 1980... الخ، إلا أن أزمة 1998 كانت أخطرها حيث بدأت بانهيار عملة تايلاندا وأندونيسيا وكوريا وماليزيا التي تفاقمت نتيجة ثقتهم في الأداء الاقتصادي المتميز مما سبب لها أزمة سعر صرف حقيقية سنة 1997، حيث انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة عن سعر العملة وتدننت الأرباح في أسواق الأسهم فاضطرت السلطات النقدية إلى رفع أسعار الفائدة لهدف وقف التحويل من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي حيث بدأت الأزمة في تايلاندا لاعتبارها أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية عقب قرار تقويم العملة الذي اتخذته الحكومة والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها في مواجهة المضاربات القوية التي تعرضت لها، حيث قام ستة من كبار المضاربين في بانكوك بالمضاربة على خفض العملة الوطنية "الباهت" وذلك يعرض كمية كبيرة منها للبيع، مما أضعف من

قدرة الحكومة في الحفاظ على عملتها بسبب تآكل الاحتياطي خاصة بعد قرار الأجانب بالانسحاب من السوق، وقد حدث تحول ضخم رهيب للأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات، وأثر بدوره سلبا على أسواق الدول المتقدمة كبورصة نيويورك، لندن، باريس، فرانكفوت،

طوكيو...¹

ز. أزمة فقاعات شركات الانترنت وتكنولوجيات المعلوماتية عام 2010

عرف قطاع تكنولوجيا المعلومات والانترنت في الولايات المتحدة الأمريكية تطورا كبيرا قبل سنة 2000 ، الأمر الذي أدى إلى إدخال أسهم الكثير من شركات هذا القطاع في سوق الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، والذي يعرف باسم مؤشر تازداك، فارتفعا أسعار أسهم تلك الشركات بصورة كبيرة، ولكن مع التخوفات والذعر الذي أصاب العالم من إمكانيات توقف أجهزة الإعلام الآلي وحصول اختلالات في الأنظمة الالكترونية مع مطلع سنة 2000، أدى إلى هبوط حاد في مؤشر نازداك فحدثت الأزمة.²

ح. أزمة الأرجنتين 1998

يمكن إيجاز أهم معالم الأزمة المالية في الأرجنتين عام 1998 إلى ما يلي:

العجز الضخم في ميزان الدولة وتغطيته بإجبار المصارف على شراء سندات حكومية على

نطاق واسع.

¹ - بوراس نور الهدى، شطي مروة، مرجع سابق، ص54.

² - بوراس نور الهدى، شطي مروة، مرجع سابق، ص54.

تدهور البنية المالية للمصارف نتيجة الركود الاقتصادي عام 1998.

ضعف قدرة المقترضين على السداد.

تراكم القروض صعبة التحصيل والمعدومة.

سحب المستثمرين الأجانب استثماراتهم من المصارف المحلية.

تهاوي قيمة موجودات المصارف وتشمل القروض والسندات الحكومية.

ارتفاع أسعار الفائدة عام 1994، قبيل الأزمة المالية في المكسيك.

ضعف قدرة البنوك على تمويل الشركات والبنوك والأفراد ، الأمر الذي أدى إلى

انخفاض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي وهدد بحدوث كساد.

أدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية الخاصة في أوروبا وآسيا بالسوق المالية

الأمريكية إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة إلى القارة الآسيوية

والأوروبية لتتطور إلى أزمة أكبر

باتت تعرف بالأزمة المالية العالمية¹

¹ - زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 62-64.

2. الأزمة المالية العالمية 2008

1.2- جذور ومظاهر الأزمة

تعود جذور هذه الأزمة المالية إلى ما قبل ثلاث عقود حيث شهد القطاع المالي تطور الخدمات المصرفية على حساب قطاعات اقتصادية تقليدية كالزراعة والصناعة وتطور الخدمات المالية (بنوك، بورصات، شركات تأمين وشركات استثمار) والتي توسعت مع العولمة وتحول معظم اقتصاديات العالم إلى فلسفة اقتصاد السوق في مطلع القرن الحادي وعشرين ومع وجود موجة غليان عالمية في أسعار العقار يعتبر ملاذا للاستثمار اتجهت الكثير من البنوك إلى توظيف سيولتها في القروض العقارية ووجود العديد من الوسطاء والإعلانات لتقديم أفضل العروض دون المطالبة بضمانات أو تعهد أو حتى التأكد من مقدرة المقترضين على السداد (credit history) ووجود إعلانات عن توفر قروض عقارية للأفراد المشكوك في تسديد ديونهم وهذه الطريقة أثارت فيما بعد الشكوك والخوف خصوصا بنوك الاستثمار التي كانت أول المنهارين من خلال تجميع الديون وبيعها عبر سندات دين بضمان العقار.¹

السبب الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفرادا وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل وزادت وفقا لذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك وازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوي الدخل المنخفضة وذلك من دون معرفة قدرة الأسر على السداد وعدم معرفة هويتهم الائتمانية في معظم الأحوال

¹ - بوراس نور الهدى، شطيبي مروة، مرجع سابق، ص55.

ففي بداية عام 2006 وحدث حالة من التشبع التمويلي العقاري ارتفعت أسعار الفائدة إذ وصلت إلى 52% وأصبح الأفراد المستفيدين من القروض الرديئة غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم مما أدى إلى حجز البنوك على تلك العقارات بنسبة 93% وفقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات وأصبحوا مكبلين بالغرامات المالية طيلة حياتهم ومما زاد من تفاقم المشكلة اتجاه البنوك في تجميع القروض العقاري المشابهة في سلة واحدة وإعادة بيعها للمؤسسات والشركات المالية والعقارية الأخرى لتقوم الأخيرة بتجميع أقساط القروض من المدينين مما أدى إلى امتداد آثار الأزمة لعدد كبير من البنوك والشركات في الولايات المتحدة ودول العالم الأخرى.

تصاحب الأزمات المالية عادة بمجموعة من المظاهر وردود الأفعال سواء على صعيد المؤسسات المصرفية والمالية أم الأفراد أم على مجمل النشاط الاقتصادي وعليه فإن أهم مظاهر الأزمة المالية العالمية التي حدثت عام 2008 يمكن انجازها في الآتي:¹

1- إفلاس متواصل لكثير من البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين وقد بلغ

عدد البنوك المنتهية 11 بنكا من بينها بنك أندي ماك الذي كان يستحوذ على 32

مليار من الأصول وودائع بقيمة 19 مليار دولار.

2- تدهور حاد في النشاط للأسواق المالية العالمية جراء تأثيره بالقطاع المصرفي والمالي

وهو ما يفسر التداولات التي ترتب عنها اضطرابا وخطرا في مؤشرات البورصة

¹ - بوراس نور الهدى، شطيبي مروة، مرجع سابق، ص 56-57.

وتراجعت القيمة السوقية لـ 8 مؤسسات مالية عالمية بحوالي 574 مليار دولار ذلك العام فقط.

3- ارتفاع نسبة الديون العقارية على نحو 6.6 ترليون دولار وبلغت ديون الشركات نسبة 18.4 ترليون ولذلك فإن المجموع الكلي للديون أصبح يعادل 39 ترليون دولار أي ما يعادل 3 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي كما بلغت نسبة البطالة 5% ومعدل التضخم 4%.

4- تراجع أسعار النفط بدون منظمة الدول المصدرة للبترول (أوبك) إلى ما دون 55 دولار للبرميل في بداية الأزمة.

5- إعلان رسمي بدخول إيطاليا وألمانيا كأول وثالث اقتصاد أوروبي في مرحلة ركود اقتصادي.

6- تعثر وتوقف وتصفية وإفلاس العديد من البنوك.

7- انخفاض حاد في مبيعات السيارات وعلى رأسها أكبر المجموعات الأمريكية (فورد) و(جنرال موتورز) وقد هدد توقف هذه الشركات ببطالة أصابت حوالي مليون عامل.

8- وكان أيضا من مظاهر هذه الأزمة هو الزيادة في منح القروض إلى الأفراد من قبل البنوك والمؤسسات المالية خوفا من نقص السيولة وصعوبة استردادها.

9- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار وظهور بؤاد الكساد والبطالة والتصفية والإفلاس لكثير من الأنشطة والقطاعات الاقتصادية.

10- حالة الخوف والهلع التي أصابت الأموال والمؤسسات المالية التي كان من نتائجها التسارع في سحب الإيداعات من المصارف.

2.2- أسباب الأزمة 2008

1.2.2- الأسباب المباشرة:

هناك عدة عوامل رئيسية في حدوث الأزمة العالمية نذكر منها ما يلي:¹

أ- انتعاش القطاع العقاري: وما رافقه من ضعف القيود على أسعار الفائدة مما أدى إلى زيادة الطلب على القروض العقارية ومن ثم ارتفاع أسعار العقارات الأمر الذي جعل الاستثمار فيها أفضل.

ب- الإفراط في استخدام الأدوات المالية المستحدثة متمثلة في المشتقات المالية: حيث قامت البنوك والمؤسسات الاستثمارية في محاولة للتخلص من القروض الرديئة بتحويلها إلى سندات وتسويقها إلى مؤسسات مالية أخرى بعروض وعوائد مغرية وقامت هذه الأخيرة أيضا ببيع تلك السندات إلى بنوك وشركات استثمارية أخرى وهكذا توالى عمليات البيع مما أدى إلى تشابك أعمال تلك المؤسسات بحيث أن أي وهن أو تعثر يصيب إحداها سوف ينتقل إلى مؤسسات أخرى.

¹ - بوراس نور الهدى، شطيبي مروة، مرجع سابق، ص 57.

ت- الاستعمال المكثف لتقنيات الهندسة المالية وخاصة تقنية التوريق:

حيث ساهمت تقنية التوريق في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية ابتداء من مطلع التسعينات للقرن الماضي وقد ساهم التوريق في تعميق وتكريس الاتجاه العام الذي انتهجته البنوك التجارية في نشاطها وهو الاتجاه نحو السوق خاصة وأن الأصول المالية المورقة تتعدد من حيث طبيعتها آجالها وخصائص الأوراق المالية المسندة إليها حيث أن إقدام البنوك على التوسع الكبير وغير المدروس في منح الائتمان في فترات الرواج يؤدي إلى إغراق السوق بالقروض الرديئة ويساهم في تشكل فقاعات المضاربة والسبب يكمن في أن حل اهتمام البنوك في تلك المرحلة ينصب أساساً على تحقيق العائد فهي لا تبذل العناية الكافية للتأكد من السمعة الائتمانية للمقترضين لأن أغلبية القروض التي تمنحها تتخلص منها مباشرة بعد ذلك عن طريق توريقها وبذلك انتقلت البنوك من النموذج التقليدي القائم على مبدأ العلاقة القوية مع الزبائن والاحتفاظ بالقروض حتى تاريخ الاستحقاق إلى مجرد موزع للقروض ومن ثم بائعاً لها في سوق ثانوي بطريقة تفتقد للشفافية والمسؤولية مساهمة في المدى البعيد في ظهور المخاطر وانتشارها والوقوع في الأزمات.

د- اتساع ظاهرة المضاربة: حيث أن المضاربة المحمومة التي تصاعدت بلا ضوابط في الأسواق المالية وفي وول ستريت بشكل خاص أدى إلى اهتزاز الثقة بالأسواق تلك وبالاقصاد الأمريكي عموماً الأمر الذي دفع أحد الاقتصاديين للقول لقد تسببت أباطرة

وول ستريت في تلوّث الاقتصاد بقروض الرهن العقاري الفاسدة وعليهم ان يتحملوا تكاليف التنظيف.

2.2.2- الأسباب غير المباشرة

تعد العوامل السابقة من أهم الأسباب المباشرة للأزمة المالية العالمية فإن هناك أسباب غير مباشرة ساهمت أيضا في هذه الأزمة ويمكن إجمال أهمها فيما يلي:¹

أ- انعدام الثقة بين المؤسسات المالية: من الأسباب المألوفة للأزمات المالية اهتزاز الثقة في اقتصاد دولة ما حيث غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم فيما بينها وكان ذلك من أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية إذ امتنعت هذه المؤسسات عن إقراض بعضها تحسبا لزيادة إقبال المودعين على سحب أموالهم لديها وخشيتهم من عجز المؤسسات عن رد تلك الأموال خاصة بعد انتشار الهلع والذعر بين المودعين وإقبالهم الشديد على سحب أموالهم من البنوك.

ب- تنامي الاقتصاد الوهمي: نتيجة انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي ظهر نوع ثالث هو الاقتصاد الوهمي الذي يمارسه البعض دون أن يؤدي ذلك إلى الإسهام في الإنتاج أو الاستهلاك أو حتى توفير التمويل لهما فهو يقوم على المتاجرة في المخاطرة وبيع التوقعات للغير ويكسبون من وراء ذلك المال الكثير وبدون دفع تمويل كبير وهذا ما يتمثل في التعامل بالمشتقات المالية.

¹ - بوراس نور الهدى، شطيبي مروة، مرجع سابق، ص58.

ت- بروز عدد متزايد من صناديق التحوط: التي تخصصت في شراء أدوات مالية مستحدثة تسمى المشتقات وهي أدوات مشتقة من السندات التي بدورها تم توليدها من خليط من ديون مختلفة الأغراض والجودة وتاريخ الوفاء لبيعها على منشآت أو لرهنها عن آخرين للحصول على القروض يتم هذا تحت إشراف السلطات المسؤولة عن تنظيم وسائل وأدوات التداول في الأسواق المالية المعروفة فيتم التداول بين المنشآت المالي التي تخضع لدرجات متفاوتة من الضوابط وبين صناديق التحوط التي لا يشرف على نشاطها احد لذلك شكلت المشتقات جزءا مهما من أصول غالبية المنشآت المالية في أمريكا وفي خارجها.

ث- فكرة الحرية المطلقة وآلية اليد الخفية: لقد قام الاقتصاد الرأسمالي على فكرة الحرية: على أساس أن قوى السوق أو ما يسمى باليد الخفية تعمل على إعادة السوق إلى وضعه الصحيح، ولقد أثبت الواقع خطأ هذا التصور، حيث ظهر في أدبيات الاقتصاد دراسات حول فشل السوق وخرافة اليد الخفية.

ج- تكنولوجيا الإعلام والاتصال: حققت تكنولوجيا الإعلام والاتصال تطورا هائلا ظهر أثره على جميع الميادين، والذي أدى إلى سرعة انتشار الأزمة المالية بين الدول والمؤسسات نتيجة درجة الربط واختصار المسافة¹.

¹ - بوراس نور الهدى، شطيبي مروة، مرجع سابق، ص60.

3.2- تأثير صناديق التحوط على أزمة 2008 عبر قنوات الأسواق المالية

1.3.2- المراحل التي مرت بها أزمة الرهن العقاري

المراحل الكبرى في أزمة الرهن العقاري التي اندلعت في بداية عام 2008 في الولايات المتحدة وبدأت تطل أوروبا:

- فيفري 2007 عدم تسديد تسليمات الرهن العقاري (الممنوحة للذين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد)، فأصبح يتكثف في الولايات المتحدة ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.

- أوت 2007 البورصات تندهور أمام المخاطر اتساع الأزمة والمصارف تتدخل لدعم سوق السيولة.

- أكتوبر 2007 إلى ديسمبر 2007 عدة مصارف كبرى تعلن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري....¹

- جانفي 2008 الاحتياطي الاتحادي الأمريكي يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي ثم جرت تخفيض تدريجيا إلى 2% بين شهري كانون ثاني ونهاية نيسان.

- 18 فيفري 2008 الحكومة البريطانية تؤمن بنك نورذرن روك.

¹ - زيادة ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 64-65.

- مارس 2008 تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق التسليفات "جي بي مورقان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بيرسيترنز" بسعر مندي ومع المساعدة المالية لاحتياطي الاتحادي.

- 7 سبتمبر 2008 اعتراف بنك الأعمال "ليمان براذرزن" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو بنك "أوف أمريكا" شراء بنك في بورصة وول ستريت هو بنك ميريل لينش.

عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.

- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم أي أي جي المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 10 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79 % من رأسمالها.

- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي، وتكثف المصارف المركزية العمليات إلزامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أس بي" يشتري منافسة "اتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس.

- السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.¹

- 19- سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى التحرك فوراً بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة

- 23- سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.

- الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.

- 26- سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فزونيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسة "واشنطن ميونشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.²

- 28- سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس وفي أوروبا، يجرى تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورج، وفي بريطانيا، جرى تأميم بنك "برادفور وبينغلي".

¹- زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 65.

²- زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 66.

29- سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ وبورصة وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة في حين تواصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها، مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.

- أعلن بنك " سيتي جروب" الأمريكي أنه يشتري منافسة " واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.

2.3.2- علاقة صناديق التحوط بالأزمة المالية العالمية 2008

في البدايات كانت صناديق التحوط تدار من قبل بعض المجمع النجوم في صناعة الخدمات المالية، الذين حملوا شعار "أطرق جميع الأبواب"، بحيث وصلوا حد إقامة علاقات مباشرة مع الوسطاء الماليين، كما كان المحور الأساسي لصناديق التحوط يتمثل في "العوائد تغطي المشكلات" والمبدأ الذي تركز عليه، الذي سرعان ما أضعفه تدفق موجة كبيرة من المستثمرين والتي ساهمت بصعود عديدي الموهبة والخبرة من المدراء على حساب المدراء الموهوبين اللامعين. (عيتوق 2009).

قمع انفجار أزمة الرهن العقاري في سبتمبر 2007، وجهت أصابع اتهام مباشرة إلى صناديق التحوط على أنها السبب وراء انفجار فقاعة الرهن العقاري إلا أن هذه الأخيرة أيضا تضررت من جراء الأزمة فقد قاومت الأزمة في البداية إلا أن حالتها تعقدت أيضا بعد ذلك حتى أن بعضها اضطر إلى إلغاء طلبات شراء زبائنهم أو تصفية محافظهم حيث بلغ المتوسط النزولي لصناديق التحوط 18% في 2008، فيما وصل معدل هبوط بعضها

إلى 10 % حيث خسرت الصناديق التالية كثيرا صندوق "سيتاديل كيت غريفين" خسر 58% وصندوق "استثمار الأطفال" خسر 42.8% وصندوق "هارينغر كابيتال" بارتنرز أوفشور- فليب فالكوني" خسر 22.7% و"هايبريدج كابيتال" سجل صندوق من بين 20 صندوقا تابعا لها انخفاضا في عام 2008. (أغاروال 2009).

وتفاقت الخسائر الضخمة التي نكبت صندوق التحوط في عام 2008 بسبب أكبر برنامج احتيال كان بطله "بيرني صادوف" رئيس بورصة ناسداك حيث فقد برنامج المستثمرون فيه 65 مليار دولار، وكان الخبراء يطلقون على ذلك البرنامج لقب "أم صناديق التحوط" لكن أغلبية الأموال تبخرت فيه، لهذا لا يمكننا أن نستغرب من وجود بعض الكلمات من قبيل "الشفافية" وإدارة المخاطر التشغيلية الأكثر ما تردت على الألسنة خلال سنة 2009.¹

على الرغم من جميع الخسائر التي تكبدها صناديق التحوط حتى أن هناك البعض منها حل محفظته إلا أن نهاته الصناديق لا تزال تعاني من حالة الهستيريا التي ارتبطت بأزمة الرهن العقاري إضافة إلى أن البعض يرى أنها ينبوع لكافة الأشياء السيئة التي تحصل سواء في أسواق الأوراق المالية أو في أسواق العملات. (بدران، 2009).

فعلى الرؤساء التنفيذيون لهاته الصناديق أن تتحمل جزء من اللوم بسبب ضالة الفهم العام لهذه الصناديق إضافة إلى أن هذه الصناعة لم تستطع ان تكتسب التأييد لنفسها

¹ - مريميت عديلة، مرجع سابق، ص 234.

كما صرح "ميشال هنتر" الرئيس التنفيذي لصندوق "سي كيو أس" بأن المشكلة الأخرى هي الافتقار إلى فهم عمليات البيع على المدى القصير.

كما صرحت المنظمة الدولية للجان أوراق المال بأن هذا القطاع الذي يقدر بنحو 1.4 تريليون دولار لم يكن سببا في أزمة الائتمان مضييفا أن صناديق التحوط ساعدت على وجود السيولة في الأسواق وفعالية الأسعار وتكامل السوق العالمية، فعلى سبيل المثال قام صندوق "توسكافوند" معروف أوائل شهر أبريل 2009 بإطلال صندوق من أجل شراء وإعادة حزم الرهون العقارية التي هبطت قيمتها بشكل حاد منذ أزمة الرهون العقارية الرديئة في عام 2007.¹

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال متخلف جوانب الدراسة، اتضح الأثر الهام والدور الحيوي الذي تقوم وتساهم به صناديق التحوط في التقليل حدة الأزمات حيث تعد الأزمات الناتجة عن انعدام الرقابة وعملة الإفصاح سببا لتوجيه أصابع الاتهام لصناديق التحوط أثناء الأزمات إلا أن هذه الأخيرة لم تكن سبب في إحداث الأزمات وإنما عرفت الضرر مثل باقي المستثمرين.

بالرغم من وجود الكثير ممن يرجعون أسباب الأزمات بشكل عام وأزمة 2008 بشكل خاص إلى طبيعة نظام رأسمالي وآليات عمله باعتباره نظاما اقتصاديا متعثرا، إلا أن هذا

¹ - مريميت عديلة، مرجع سابق، ص 235.

لا يلغي الدور الكبير الذي لعبه القطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة في حدوث الأزمة من خلال التوسع في منح الائتمان، وتدني معايير الاقتراض وانعدام الشفافية في سوق الرهن العقاري وزيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها. وهكذا تظهر حقيقة الأزمة باعتبارها "الأزمة المالية" بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل عما يحدث في الاقتصاد.

خاتمة

خاتمة

تمثلت إشكالية الدراسة التي بين أيدينا في ما مدى تأثير صناديق التحوط على الأسواق المالية، فمن خلال الفصول المدروسة الأول النظري الذي تم التطرق فيه إلى صناديق التحوط والثاني إلى الأسواق المالية وتأثير صناديق التحوط عليها، والثالث تطرقنا إلى الأزمة 2008 وعلاقتها بصناديق التحوط.

عرفت صناديق التحوط من أجل مواكبة التحولات في أساليب العمل والتسيير التي عرفها العالم، وكذا من أجل تعظيم الدور الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص في التمويل ... فهذه الصناديق جيدة نسبيا لاعتمادها على استراتيجيات، في حين تعتبر الأسواق المالية أوعية ادخارية تعمل على تجميع الأموال وتوظيفها بوسائل محددة ومأمونة في شكل استثمارات سائلة في السوق كما تؤدي دورا بارزا في عملية التحوط وتقليل المخاطر عبر توفيرها كمية كبيرة ومتنوعة من الأدوات الاستثمارية أمام أصحاب الفوائض المالية، مما يمكنهم من تشكيل محفظة استثمارية قوية متنوعة وموزعة المخاطر.

كما عملت صناديق التحوط على توفير المساعدات للأسواق المالية خلال الأزمات وهذا من خلال المبالغ التي ضختها في حالات الانكماش رغم الاتهامات الموجهة لصناديق التحوط في الأزمات السابقة وأزمة الرهن العقاري الأخيرة إلا أنها استطاعت جذب مستثمرين جدد مثل: صناديق المعاشات وشركات التأمين ، حيث كانت صناديق التحوط المؤسسات المالية الوحيدة التي لم تحتاج إلى دعم حكومي أثناء أزمة الرهن العقاري

خاتمة

بعكس المصارف والبنوك الاستثمارية، وهذا الأمر يعد بمثابة نقطة إيجابية لمثل هذه الأداة الاستثمارية المميزة.

الاستنتاجات:

انطلاقاً من هذه الدراسة يمكن استنتاج ما يلي:

- أغلبية الصناديق مسجلة في الجنات الضريبية أي في دول لا تفرض عليها ضرائب ولا تخضعها للرقابة، في حين تتم إدارة هذه الصناديق من قبل مسيرين في دولة أخرى.
- تقتصر هذه الصناديق على المستثمرين الأكثر ثراء بسبب رسومهم المرتفعة ومخاطر الاستثمار التي ينطوي عليها
- يمكن أن تخصص صناديق التحوط في الاستثمار في الأعمال لتجارية أو السندات غير المرغوب فيها أو العقارات أو حتى براءات الاختراع.
- تقتصر صناديق التحوط على المستثمرين المعتمدين الذين يجب عليهم تلبية المتطلبات المالية الصارمة.
- الأسواق المالية عبارة عن منشأ للأزمات المالية م خلال الانخفاض المفاجئ في اسعار نوع أو أكثر من الأصول، فبمجرد حدوث انهيار في سوق أسهم أو عملة دولة ما في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية فإن الأثر سيمتد بعد ذلك إلى باقي دول العالم.

خاتمة

➤ الأزمة المالية العالمية 2008 كانت عبءة وتحدي في النظام الاقتصادي العالمي

وكانت أحسن مثال عن انتشار عدوى الأزمات المالية.

قائمة المصادر والمراجع

1. الكتب:

- Kenneth S. Phillips and Ronald J. Surz. Cima, Hedge Funds definitive strategies and techniques, Wiley John & Sons Inc.

- أنسي جونز، دونالد حيماتيسون، بانكية شدة، لورا إي كودريس، ج. Barry Eichengreen ، سونيل شارما، 15 مايو 1998، الناشر صندوق النقد الدولي، صناديق التحوط وديناميكية الأسواق المالية.

المذكرات الجامعية:

- جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية ، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير، مالية تأمينات وتسيير مخاطر، علوم تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، دفعة 2012-2013.

- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة 2014-2015.

قائمة المراجع

- زياية ليلي، ماضي يمينة، صناديق التحوط بين تسيير المخاطر وآلية لافتح الأزمات، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر، مالية مؤسسات، قسم علوم تسيير، كلية علوم اقتصادية التجارية، وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، سنة 2011-2012.

- بوراس نور الهدى، شطبي مروة، علاقة نشاط صناديق التحوط وآلية التوريق بسوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الولايات المتحدة الأمريكية 2000-2015، مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية نقود ومؤسسات مالية، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالم، سنة 2015-2016.

المجلات:

- حسان خضر خليل، الأسواق المالية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 27، مارس 2004.

- مريميت عديلة، صناديق التحوط كأسلوب لإدارة المخاطر والوقاية من الأزمات المالية دراسة صندوق LTCM وصندوق Soros Fund Management، مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد، عدد 2، جامعة 08 ماي 1945 قالم، الجزائر، 2018.

- هدى الكرمانى، دور صناديق التحوط في الأسواق المالية، مجلة العلوم الانسانية، مجلد أ، عدد 44، ديسمبر 2015.

قائمة المراجع

- هاجريحي/ ياسمينة ابراهيم سالم، التحوط كآلية لاستثمار الفوائض المالية لصناديق الثروة السيادية، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، العدد/ ماي 2018.

المواقع الالكترونية:

<https://encrypted-tbn0.gstatic.com> تاريخ الاطلاع: 2023/02/20.