

الحيل المحاسبية والمالية ودورها في خلق الأزمات المالية

يوسفات علي (*)

أستاذ محاضر، كلية العلوم الاقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير، جامعة
أدرار - الجزائر.

مقدمة

ترسم الأزمات الاقتصادية والمالية العديد من الأبعاد النفسية والاجتماعية والاقتصادية، ولكن من منظور تراجيدي رهيب... كتيخ الاستثمارات والادخارات، وتوقف الإنتاج، وإفلاس الدول والشركات وحثها الشعوب على الحراك والثورات. تعددت أسباب الأزمات وأنواعها ومجالات تأثيرها ما بين المحلية والإقليمية والعالمية. ولكن أهم ما يهتما في الموضوع هو الدور الخفي والكبير لذوي المهارات المالية والمحاسبية في ابتكار حيل وأساليب احتيالية، أو غير شرعية، من شأنها تحقيق أرباح مبالغ فيها وأنبه تضرر في المستقبل بشركاتهم وزبائنهم، وربما من دون أخذ أي اعتبارات أخلاقية أمام المستهلك المالي الذي قد يفتن بسحر استشارات وعروض هؤلاء الخبراء. كما تخلق هذه الحيل فقاعات تؤدي إلى حدوث أزمات كارثية في حالة استعمالها على نطاق واسع. ويسمى هذا النوع من الممارسات في العرف القانوني بجرائم ذوي الياقات البيضاء^(١) (White Collar Crime)، والتي يقوم بها شخص أو أشخاص من ذوي الاحترام والمكانة الاجتماعية العالية في أثناء مسارهم المهني، بهدف التربح السريع، وبالاعتماد على مهاراتهم المحاسبية والمالية.

يرصد هذا البحث بعض أبرز الحيل المحاسبية والمالية تنظيراً وأمثلة، والتي كانت السبب في اندلاع العديد من الأزمات الاقتصادية والمالية، كأزمة فقاعة الإنترنت ١٩٩٧، وأزمة فضائح المحاسبية الشركات ٢٠٠١، وأزمة الرهن العقاري الثانوي ٢٠٠٨، والأزمة اليونانية ٢٠١٠، والتي ما زالت تأثيراتها قائمة حتى الآن.

أولاً: حيلة بونزي... مخطط الاحتيال

تعد حيلة بونزي، أو مخطط بونزي (Ponzi scheme)، من أشهر أشكال الاحتيال المالي التي طبقت على نطاق واسع حتى في زمننا الحالي. فقد كان تشارلز بونزي^(٢) (Charles Ponzi) مهاجراً إيطالياً مفلساً، بدأ حياته في مهنة وضيعة، ومن ثم أصبح أحد أثرياء أمريكا في ظرف قياسي، إذ نجح في غضون ستة أشهر من عام ١٩٢٠م في جمع ١٥ مليون دولار أمريكي من ٤٠ ألف شخص في نشاطات قامت على استغلال الفروق السعرية للكوبونات البريدية الدولية (Foreign Postal Coupons)^(٣) بين إيطاليا والولايات المتحدة الأمريكية. فبعد الحرب العالمية الأولى، جرى تخفيض تكلفة البريد الدولي بشكل كبير في إيطاليا، وهكذا فكر بونزي في شراء هذه الكوبونات من إيطاليا (بسعر منخفض)، ثم استبدالها

(١) ذوو الياقات البيضاء هم المدراء، المحاسبون، المحللون الماليون، مقدّمو الاستشارات المالية وإدارة الثروات... إلخ.

(٢) Charles Ponzi (1882-1949).

(٣)

(٣) الهدف الأساسي من الكوبونات البريدية الدولي في ذلك الوقت، هو تمكين شخص ما في بلد ما من إرسال الكوبون إلى مراسل له في بلد آخر، يمكنه استخدامه من دفع قيمة الرّدّ البريدية، كما يمكنه استبداله بطابع لتغطية تكلفة البريد في البلد المرسل إليه. فإذا ما كانت هذه القيمة مختلفة في البلدين، فإن الشخص يمكنه أن يحقق ربحاً من وراء هذه العملية.

بطوابع بريدية في الولايات المتحدة، وإعادة بيعها بسعر أعلى ليحقق أرباحاً بعد ذلك. قام بعمل حاسبة بسيطة، فتوصل إلى أن أرباحه من هذه العملية - آخذاً في الاعتبار تكلفته وفروق معدلات الصرف - تتجاوز نسبة ٤٠٠ بالمئة. وهذه العملية شبيهة بعمليات التحكيم في الأصول، حيث يقوم المحكم بشراء الأصل في بلد ما حيث ينخفض سعره، ثم يقوم بإعادة بيعه في بلد آخر، حيث يكون السعر مرتفعاً، وهي على ما يبدو عملية قانونية تماماً.

يقول بونزي إنه أرسل ٣ خطابات، احتوى كل خطاب على دولار واحد، إلى إيطاليا وإسبانيا وفرنسا، وطلب من المرسل إليهم شراء أكبر قدر ممكن من الكوبونات بهذا الدولار. وبعد عدة أسابيع جاءت الردود، وعندما قام باستبدال هذه الكوبونات، وقع على هذه الثغرة الكبيرة في النظام البريدي الأمريكي. ويقول بونزي: «لقد كلفني هذه العملية ٤ دولارات، ولكنها ألفت بين يدي ١٥ مليون دولار بعد ذلك»، وهو مبلغ ضخم جداً بمقاييس ذلك الوقت^(٤).

بالاعتماد على الكوبونات وعوائدها المتوقعة، قام بونزي بإصدار سندات عرض فيها فائدة ٥٠ بالمئة في غضون ٤٥ يوماً، أو ربح ١٠٠ بالمئة إذا كانت المدّة ٩٠ يوماً^(٥). وهذه معدلات فائدة مبالغ فيها، تعجز حتى كبريات المؤسسات الاستثمارية والبنوك عن تأمين حتى ثلثها خلال سنة كاملة!؟

١ - فكرة مخطط بونزي

تقوم فكرة المخطط على تشجيع المستثمرين بجدوى الاستثمار في شركته، بواسطة حملات دعائية قوية قائمة على أن الشركة ستدفع للمستثمرين معدلات فائدة مرتفعة جداً في فترة محددة، وهو ما أغرى المستثمرين الجدد بالتسابق لإيداع أموالهم في الشركة، ويشجع المستثمرين الحاليين بإعادة استثمار أرباحهم مجدداً. وتكمن حيلة بونزي بتسديد فوائد المستثمرين الحاليين وأرباحهم من الأموال المودعة من المستثمرين الجدد، وهو ما كان يعزز ثقة المستثمرين ويغري المستثمرين المترقبين. غير أن المشكلة في مخطط بونزي، هي أنه يصعب الحفاظ على هذه اللعبة لمدّة طويلة من الزمن، إذ إن الاستمرار في دفع الأرباح الموعودة للمستثمرين في وقت مبكر يتطلب دائماً، تجمع عدد أكبر من المستثمرين من أي وقت مضى، ما يحول دون استمراره أكثر من عدة أسابيع أو أشهر، قبل أن ينهار.

٢ - منطق مخططات بونزي... المخطط الهرمي (Pyramid Scheme)

إذا كان جوهر هذه الحيلة هو استخدام الأموال التي تلقاها من المستثمرين في وقت لاحق لدفع عائد مرتفع جداً للمستثمرين في وقت مبكر، فقد جعله ذلك في حاجة ماسة إلى البحث عن المزيد من

(٤) محمد إبراهيم السقا، «مخطط بونزي»، الاقتصادية (٢ تموز/ يوليو ٢٠١٠)، <http://www.aleqt.com/2010/07/02/article_414210.html>.

(٥) Larry DeWitt، «Ponzi Schemes vs. Social Security»، Social Security History, The Social Security Administration (January 2009)، <<https://www.socialsecurity.gov/history/ponzi.htm>>.

المستثمرين لإيداع أموالهم لديه، وهو ما كان يصعب تحقيقه إلى ما لا نهاية. فلو افترضنا أننا دفعنا أرباحاً بنسبة ١٠٠ بالمئة للمستثمرين الـ ١٠٠٠ الأول، فإننا سنحتاج إلى الحصول على أموال من ٢٠٠٠ مستثمر جديد لدفع العائد نفسه لـ ٣٠٠٠ مستثمر. وفي الجولة المقبلة سنكون في حاجة إلى أموال ٦٠٠٠ مستثمر جديد. وإذا أراد جميع المستثمرين البقاء، فسنحتاج إلى ١٨ ألف مستثمر جديد لسداد أرباح ٩ آلاف مستثمر... إلخ. وفي مخطط بونزي الذي بدأ مع ألف مستثمر بعد الجولة الخامسة عشرة سنحتاج إلى عدد من المستثمرين يتجاوز عدد سكان الأرض^(٦).

الجولات	عدد المستثمرين	
الجولة ١	١,٠٠٠	
الجولة ٢	٢,٠٠٠	
الجولة ٣	٦,٠٠٠	
الجولة ٤	١٨,٠٠٠	
الجولة ٥	٥٤,٠٠٠	
الجولة ٦	١٦٢,٠٠٠	
الجولة ٧	٤٨٦,٠٠٠	
الجولة ٨	١,٤٥٨,٠٠٠	
الجولة ٩	٤,٣٧٤,٠٠٠	
الجولة ١٠	١٣,١٢٢,٠٠٠	
الجولة ١١	٣٩,٣٦٦,٠٠٠	
الجولة ١٢	١١٨,٠٩٨,٠٠٠	
الجولة ١٣	٣٥٤,٢٩٤,٠٠٠	... عدد سكان أمريكا
الجولة ١٤	١,٠٦٢,٨٨٢,٠٠٠	
الجولة ١٥	٣,١٨٨,٦٤٦,٠٠٠	... عدد سكان الأرض

كان مخطط بونزي وراء أكبر عملية احتيال في التاريخ، والتي كان بطلها المستثمر الأمريكي برنارد مادوف (Bernard Madoff). ففي ٤ أيار/ مايو ٢٠١١، أعلن الوصي بتصفية شركة مادوف في بيان له، أن مجموع المبالغ المستحقة للعملاء، هي مبالغ خيالية بلغت حوالي ٥٧ مليار دولار. أما ما استثمر بالفعل لمصلحة العملاء فكان ١٧,٣ مليار دولار. ولقد استردّ حوالي ٦,٧ مليار دولار. ولكن في انتظار ما

(٦) المصدر نفسه.

ستسفر عنه الدعاوي القضائية، فإن ما توفر من الأموال لتسديد ديون الضحايا فكان ٦, ٢ مليار دولار فقط^(٧). ويبيّن الجدول الآتي نماذج من العالم عن المخططات البونزية.

الدولة	اسم المؤسسة	سنة الانهيار	الخسارة بالدولار الأمريكي	قيمة الاستثمار/ الخسارة (بالمئة من إجمالي الناتج المحلي)
أنتيغوا وباربودا	Stanford Financial Group	٢٠٠٩	٨ مليار	-
غرينادا	SGL Holdings	٢٠٠٨	٣٠ مليون	٥
جامايكا	OLINT, Cash Plus, World Wise, LewFam for example	٢٠٠٨	١ مليار	١٢,٥
الولايات المتحدة	Madoff Investment Securities	٢٠٠٨	٦٥ مليار	٠,٥
كولومبيا	DRFE, DMG,...	٢٠٠٨	١ مليار	٠,٤
ليسوتو	MKM Burial Society	٢٠٠٧	٤٢ مليون	٣
ألبانيا	VEFA, Gjallica, Kambri,...	١٩٩٧	١,٧ مليار	٧٩

المصدر: هانتز مونزو [وآخرون]، «مخاطر (بونزي)»، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي - واشنطن) (آذار/مارس ٢٠١٠)، ص ٣٧.

ثانياً: حيلة ريبو ١٠٥ (Repo105) وبنك ليمان برادرز (Lehman Brothers)

تعد هذه الحيلة من الحيل المحاسبية (Accounting gimmick) التي تستخدم في عمليات خارج الميزانية، وتجمع بين التوريق وبيع الأصول وإعادة شرائها، بهدف إخفاء ديون الشركة بصفة مؤقتة، وتقديم بيانات مالية جيدة لجمهور المستثمرين.

١ - فكرة ريبو ١٠٥

وهي اتفاقية إعادة شراء (Repurchase agreement) تتم بين طرفين أو أكثر، وهي عبارة عن قرض قصير الأجل، يسجل على أساس أنه عملية بيع، ثم تُستخدم الأموال المتحصل عليها من خلال البيع لسداد الديون. ويسمح هذا للشركة بأن تظهر ميزانيتها بصورة جيدة عند نشر التقارير المالية (السنوية أو الربع السنوية)، وأنها تتمتع بالقدرة على دفع خصومها. وتظهرها هذه الحيلة بصورة جيدة، ولكن بصورة مؤقتة لأن الشركة سوف تعيد شراء أوراقها المالية لاحقاً، وترجع أموراً كما كانت في السابق. في سوق إعادة الشراء، أو ريبو، تستطيع الشركات الحصول على الأموال الفائضة من الشركات الأخرى لفترات قصيرة، في مقابل الحصول على ضمانات (عادة ما تكون سندات). بمعنى آخر تقوم الشركة باقتراض أموال (قرض قصير الأجل) بضمانات مثل سندات مع وعد بالتسديد أو بإعادة شرائها في وقت لاحق، مع فائدة صغيرة^(٨).

Bernard L. Madoff, Investment Securities LLC Liquidation Proceeding, «Trustee for Liquidation of (V) Bernard L. Madoff Investment Securities Files Motion to Allocate Recovered Monies to the Blmis Customer Fund and Return Stolen Funds to Customers,» The Madoff Recovery Initiative, <<http://www.madofftrustee.com/trustee-message-02.html>>.

«Definition of Repo 105,» Investopedia, <<http://www.investopedia.com/terms/r/repo-105>. (٨) asp#axz1pYx5Nmhu>.

٢- الأداة السحرية ريبو ١٠٥.... وبنك ليمان براذرز

تقوم آلية حيلة ريبو على خطوتين رئيسيتين:

أ- بداية المعاملة: يقوم بنك ليمان بنقل مخزنه من الأوراق المالية إلى مقرض الريبو أو الطرف المقابل، مقابل مبالغ نقدية.

ب- في نهاية المعاملة: يسدّد بنك ليمان مبلغاً نقدياً بالإضافة إلى الفائدة، ويعيد المقرض الريبو مخزون الأوراق المالية إلى بنك ليمان. ويشار إلى الفرق بين قيمتي حركة الأوراق المالية المحوّلة والأموال التي وردت، باسم «قصة شعر» (Haircut) على صفقة إعادة الشراء. وهي تمثل نسبة فائدة الطرف المقابل التي تكون عادة ٥ بالمئة في الريبو ١٠٥، و٨ بالمئة في الريبو ١٠٨^(٩). وفي بعض الحالات تكون النسب أعلى بكثير من هذا^(١٠).

غير أن معاملات حيلة الريبو لا تتم إلا بتدخل كيانات مالية في الولايات المتحدة (United States entities) مع الخارج. إضافة إلى بنك ليمان براذرز هولدينج، تتدخل وحدة ليمان للخدمات المالية الخاصة (LBSF)، حيث يُنقل مخزون الأوراق المالية إلى وحدة ليمان في أوروبا (LBIE)، والتي تقوم بدورها بالمعاملات نيابة عن بنك ليمان^(١١)، حتّى تكون في النهاية شكلاً من أشكال البيع، وليس من أشكال القروض عند تقديمه تقاريره المالية.

تُنفَّذ عادة اتفاقيات الريبو من قبل وحدة ليمان براذرز الدولية (أوروبا)، لأن هذا النوع من خيارات البيع صحيحة بموجب القانون البريطاني. ولا يمكن غالباً القيام بهذا النوع من البيع بموجب قانون الولايات المتحدة^(١٢). الشكل الرقم (١) يوضح مخطط وآلية حيلة الريبو ١٠٥.

٣- إفلاس ليمان براذرز

يكمن الجزء الأكبر من المشكلة في جمع بنك ليمان مخزوناً ضخماً من السندات التي تعتمد على الرهن العقاري وغيرها من الديون عالية المخاطر (الأصول المسمومة). ففي الوقت الذي عرفت فيه تلك السندات انخفاضاً منذ عام ٢٠٠٧، ومنه بدأت معاناة بنك ليمان مع الخسائر الفادحة وتراجع سعر أسهمه.

(٩) يوجد مصطلح «ريبو ١٠٥» و«ريبو ١٠٨». فأما ريبو ١٠٥ في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (Fixed Income Securities)، وريبو ١٠٨ في حالة الأسهم.

(١٠) Anton R. Valukas, «Report of Anton R. Valukas, Examiner, Volume 3 of 9, Section III. A. 4: Repo 105», United States Bankruptcy Court Southern District of New York (11 March 2010), p. 766, <<http://jenner.com/lehman/volume%203.pdf>>.

(١١) LBIE (Lehman Brothers International [Europe]); LBHI (Lehman Brothers Holding Inc.), and LBSF (Lehman Brothers Special Finance).

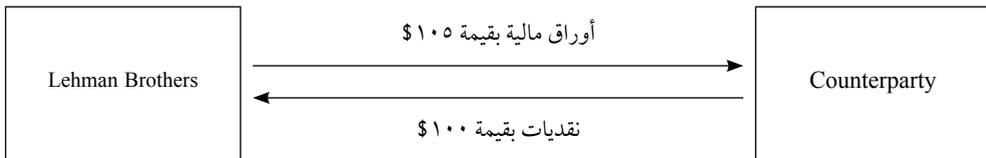
(١٢) Chao-Shin Liu and Thomas F. Schaefer, «Asset Sales or Loans: The Case of Lehman Brothers Repo 105s», *Accounting Educators' Journal*, vol. 21 (2011), p. 82.

كما قامت شركات التصنيفات الائتمانية (Moody's, S&P, Fitch) بخفض كثير من قيم الأوراق المالية لبنك ليمان وبنوك أخرى مثل Citigroup و JP Morgan Chase، والتي طالبت بضمانات إضافية للقروض، وهو ما كان من الصعب على بنك ليمان توفيره، ما أدى في نهاية المطاف إلى إشهار إفلاسه^(١٣).

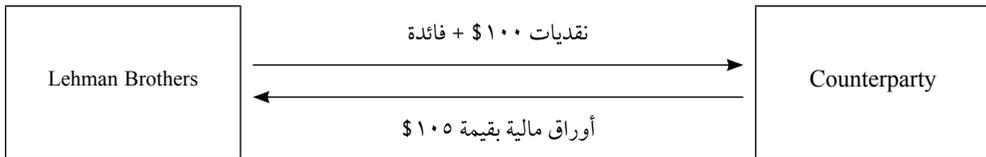
الشكل الرقم (١)

مخطط حيلة ريبو ١٠٥

بداية المعاملة: يحول بنك ليمان أوراقه مالية كضمان إلى الطرف المقابل (Counterparty) للحصول بالمقابل على تحويلات نقدية.



نهاية المعاملة: يرجع بنك ليمان الأموال المقترضة + الفوائد، ليرجع له الطرف المقابل (Counterparty) الأوراق المالية التي أعطيت كضمان.



المصدر: من تقرير المحقق أنتون فالوكاس.

هانتر مونرو [وآخرون]، «مخاطر (بونزي)»، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي - واشنطن) (آذار/مارس ٢٠١٠)، ص ٧٦٧.

عينت محكمة الإفلاس الأمريكية المحقق أنتون فالوكاس (Anton R. Valukas) رئيس شركة جينر أند بلوك للاستشارات القانونية^(١٤) (Jenner & Block) للتحقيق، والذي أعد تقريراً من ٢٢٠٠ صفحة حول ممارسات البنك. فبين أن بنك ليمان قام بعمليات الريبو ١٠٥ خارج الميزانية العمومية للبنك، لإزالة مؤقتة لمخزون الأوراق المالية من ميزانيته العمومية، عادة لمدة سبعة إلى عشرة أيام، وخلق صور مضللة عن حالته المالية. كما يدعي التقرير أن هناك أدلة كافية لدعم كثيرة من النقاط حول بنك ليمان براذرز منها:

- خرق البنك واجباته الائتمانية وتحميله مسؤولية تقديمه تقارير مالية مضللة.

(١٣) «Lehman's Demise and Repo 105: No Accounting for Deception», *Finance and Investment* (31 March 2010), <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2464>>.

(١٤) «Jenner and Block», <<http://www.jenner.com>>.

(١٤)

- اتهام شركة التدقيق الخارجي أرنست أند يونغ^(١٥) (Ernst and Young)، بالإهمال المهني بسماحها بنشر تلك التقارير من دون اعتراض. كما أن البنك استعمل الريبو ١٠٥ و ١٠٨، والذي كان له تأثير كبير في إزالة المليارات من الدولارات من خصوم ميزانية بنك ليمان^(١٦). وعُرضت في القوائم المالية البنك (باستغلال إحدى ثغرات المعايير المحاسبية) كإيرادات، على الرغم من أنها تمثل ديوناً مستقبلية يلزم إعادة شرائها في المستقبل؛ أو كما قال المدير المالي للبنك «لقد استخدمنا طرقاً محاسبية باحترافية عالية، لتأجيل المشكلة علناً نستطيع حلها في المستقبل». وكان يعلم أن هذه الطريقة هي كالمخدرات لمن أدمنها، ولا يمكن التخلص منها مطلقاً. وهذه هي نهاية التلاعب بالقوائم المالية، حتى لو كانت بحسن نية^(١٧).

وبحسب تقرير فالوكاس كذلك، فقد ساهمت هذه الحيلة التي طُبقت في البنك منذ عام ٢٠٠١ في خفض مستويات الديون الكلية من ميزانيات البنك، فخلال الربع الأخير من عام ٢٠٠٧ استطاع البنك إخفاء ديون بقيمة ٣٨,٦ مليار دولار. وفي الربع الأول من عام ٢٠٠٨ بقيمة ٤٩,١ مليار دولار، وفي الربع الثاني من عام ٢٠٠٨ بقيمة ٥٠,٣٨ مليار دولار^(١٨). وبما أن الأمر لا يمكن أن يستمر إلى ما لا نهاية، مع انفجار فقاعة سوق الإسكان الأمريكي، والتراجع الحاد في قيمة سندات الرهن العقاري، أشهر البنك إفلاسه في ١٥ أيلول/سبتمبر ٢٠٠٨.

في نيسان/أبريل ٢٠١٠ أُدرج في اجتماع مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) ومجلس معايير المحاسبة المالية (FASB)، والهيئات العليا المسؤولة عن وضع المعايير المحاسبية، موضوع إعادة النظر في بعض المعالجات المحاسبية ومراجعتها، والتي تعتبر معاملات ريبو^(١٩).

ثالثاً: حيل البنك العتيق غولدمان ساكس

(The Goldman Sachs Group, Inc)

١ - نشوء بنك غولدمان ساكس وتطوره

هو بنك استثماري أمريكي له العديد من الأنشطة كالعديد من البنوك الاستثمارية وإدارة الأوراق المالية والاستثمار، وإدارة الثروات، والاستشارات وخدمات مالية أخرى. كما أنه بنك عالمي له عدة فروع، تأسس في عام ١٨٦٩، ويقع مقره الرئيسي في مدينة نيويورك. كما يوفر

(١٥) <<http://www.ey.com/>>. «Ernst and Young»

(١٦) Valukas, «Report of Anton R. Valukas, Examiner, Volume 3 of 9, Section III. A. 4: Repo 105», p. 732.

(١٧) عبد الرحمن الحميد، «ريبو ١٠٥»، الاقتصادية (٢١ آذار/مارس ٢٠١٠)، <http://www.aleqt.com/2010/03/21/article_366864.html>.

(١٨) Valukas, Ibid., p. 739.

(١٩) «Repo Accounting Up for Review», Accountancy Age (8 April 2010), <<http://www.accountancyage.com/aa/news/1809372/repo-accounting-review>>.

البنك خدمات الاستشارة في عمليات الاندماج والاستحواذ، وخدمات التأمين، وإدارة الأصول، والوساطة المالية للشركات والحكومات والأفراد، وله دور كبير كمحرّك في الأسواق المالية الأمريكية^(٢٠).

وتشتمل قائمة الموظفين السابقين للبنك على شخصيات مثل روبرت رابين وهنري بولسون اللذان شغلا منصب وزير الخزانة الأمريكية في فترة رئاسة الرئيس بيل كلنتون وجورج بوش الابن على التوالي، وكذلك مارك كارني محافظ بنك كندا منذ عام ٢٠٠٨، وماريو دراغي محافظ البنك المركزي الأوروبي الحالي، وماريو مونتي رئيس وزراء إيطاليا، ولوكاس باباديموس رئيس وزراء اليونان^(٢١).

اتّهمت السلطات المالية في الولايات المتحدة، ولجنة الأوراق المالية والبورصات، بنك غولدمان ساكس تحقيقه ربحاً من شأنه التسريع في الأزمة المالية في عام ٢٠٠٧. كما جنى البنك أرباحاً قياسية في وول ستريت تقدر بـ ١١,٦ مليار دولار أمريكي. وعلى الرغم من أن عام ٢٠٠٨ كان عاماً وخيماً على القطاع المصرفي الأمريكي، إلا أن أداء غولدمان كان جيداً نسبياً بأرباح قُدّرت بـ ٢,٣ مليار دولار أمريكي. وسجّل البنك في عام ٢٠٠٩ أرباحاً فاقت ١١,٤ مليار دولار أمريكي^(٢٢)!

ومنذ أن اشترى البنك شركة «ج. آرون وشركاه» (J. Aron and Company) في عام ١٩٨١، اكتسب وزناً مهماً في سوق المواد الأولية، وأصبح له تأثير كبير في الوضع الاقتصادي للمنتجين وللمستهلكين في العالم. ولم تفته أي من الفرص المرتبطة بالسوق النفطية، ولا تلك التي يؤمّنها الاحتباس المناخي (اعتمادات الكربون)^(٢٣).

وفي سنة ٢٠٠٧ كانت المنتجات المدعومة بالرهون العقاري في حكم الميتة في عالم المال، فوجّه بنك غولدمان ساكس وبعض كبار المستثمرين الآخرين انتباههم إلى مجالات استثمارية مربحة أخرى، كأسواق النفط والذهب. كما ساهم في أزمة الغذاء العالمية بين عامي ٢٠٠٦ و٢٠٠٨، إذ شهد العالم أزمة غذائية كبرى، أصابت ما يقرب من ١٠٠ مليون شخص يعانون من نقص التغذية وانعدام الأمن الغذائي في العالم، بسبب ارتفاع أسعار السلع الغذائية بشكل حاد^(٢٤).

(٢٠) «Who We Are,» Goldman Sachs, <<http://www.goldmansachs.com/who-we-are/at-a-glance/index.html>>.

Marc Roche, «Our Friends from Goldman Sachs...» *Le Monde*, 16/11/2011. (٢١)

«The People Versus Goldman Sachs,» *Corporate Europe Observatory* (CEO) (June 2010), <[http://corporateeurope.org/sites/default/files/sites/default/files/files/resource/Goldman%20Sachs%20\(June%202010\).pdf](http://corporateeurope.org/sites/default/files/sites/default/files/files/resource/Goldman%20Sachs%20(June%202010).pdf)>.

(٢٢) إبراهيم وردة، «إصلاح للنظام المصرفي لا يزعج وول ستريت،» لوموند دبلوماسيك (النشرة العربية) (تموز/ يوليو ٢٠١٠)، <<http://www.mondiploar.com/auteur74.html>>.

Frederick Kaufman, «The Food Bubble: How Wall Street Starved Millions and Got Away with it,» (٢٤) *Harper's* (July 2010), <<http://frederickkaufman.typepad.com/files/the-food-bubble-pdf.pdf>>.

كما قرر البنك تغيير شكله القانوني والاقتصادي والتحوّل من بنك استثماري إلى شركة بنكية قابضة، وقد وافق مجلس الاحتياطي الاتحادي البنك المركزي الأمريكي في ٢١ أيلول/ سبتمبر ٢٠٠٧، وكان هذا التحوّل بمثابة إعلان نهاية نموذج البنوك الاستثمارية في أمريكا^(٢٥).

ويوضح الجدول الآتي عوائد البنك وأرباحه «٢٠٠٧ - ٢٠١١».

بمليار دولار	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١
العوائد	٨٧,٩٧	٥٣,٥٨	٥١,٦٧	٤٥,٩٧	٣٦,٧٩
الأرباح	١١,٦	٢,٣٢	١٣,٣٩	٨,٣٥	٤,٤٤

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

٢ - حيلة التزامات الدين المضمونة (CDO)

وقصة بنك غولدمان ساكس مع أزمة الرهن العقاري الثانوي

أ - أزمة الرهن العقاري الثانوي، أو الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨

(١) تعريف أزمة الرهن العقاري الثانوي: هي أزمة نشأة من انفجار فقاعة سوق الإسكان الأمريكي، والناجمة عن الحجم الضخم للديون المتعثرة، نتيجة تخلف عملاء الرهن العقاري عن سداد التزاماتهم تجاه شركات الرهن العقاري والبنوك والمؤسسات التمويلية. وهذه الديون العقارية قد أُعيد توريقها وتسويقها عالمياً على نطاق واسع في شكل سندات يتم تداولها في البورصات العالمية وبعض الأسواق الموازية^(٢٦) (OTC).

وشهد هذا السوق ما بين ٢٠٠٠ - ٢٠٠٣ نمواً بنسبة ٤٠٠ بالمئة في حجم الإصدارات السنوية، من تريليون دولار إلى ٣,٨ تريليون دولار^(٢٧). ويبين الشكل الرقم (٢) ذلك في الفترة ما بين ١٩٩٠ - ٢٠٠٩.

(٢٥) «غولدمان ساكس بداية قصة الاحتيال»، الجزيرة نت (الاقتصاد والأعمال)، (١٧ نيسان/ أبريل ٢٠١٠)، <<http://www.aljazeera.net/nr/exeres/d77982b3-c6c8-4b12-8fd2-e7cc0ab089f0.htm%7c>>.

Over-the-counter.

(٢٦)

انظر: يوسف علي، في: الندوة العلمية حول آليات الأزمة المالية العالمية وآثارها على الجزائر، التي أقيمت في جامعة أدرار - الجزائر في ٢ تشرين الثاني/ نوفمبر ٢٠٠٨، <<http://iefpedia.com/arab/?p=7006>>.

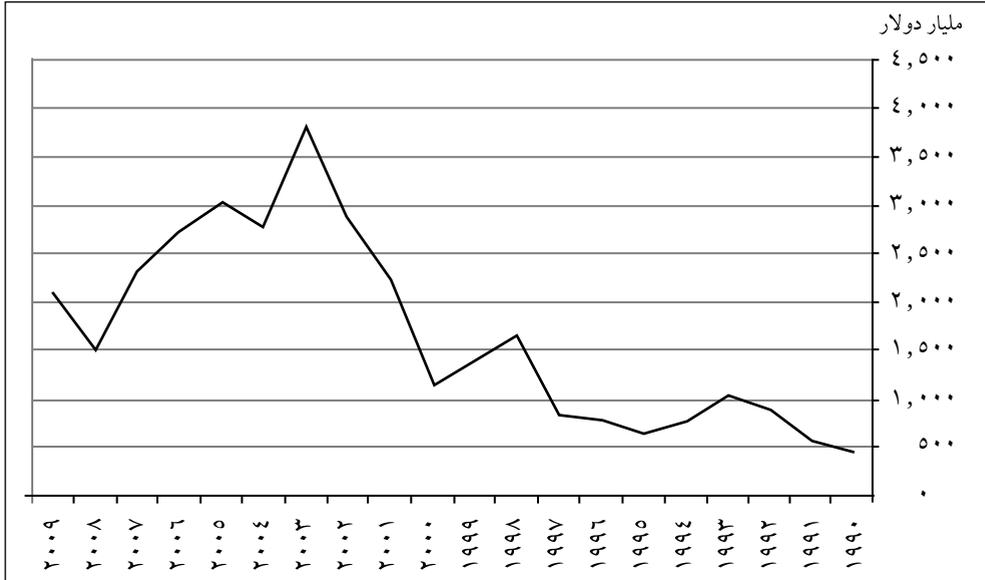
(٢٧) Mark Calabria, «Fannie, Freddie, and the Subprime Mortgage Market,» The Cato Institute (7 March 2011), p. 2, <<http://www.cato.org/pubs/bp/bp120.pdf>>.

(٢) الأسباب الرئيسة للأزمة^(٢٨):

- انهيار سوق العقارات الأمريكي الضخم نتيجة ارتفاع نسب التعثر في السداد. إذ إنَّ زيادة في نسبة ٣ بالمئة من الرهون الثانوية المتأخرة عن السداد، تؤدي إلى زيادة القروض المتعثرة بمقدار ٣٥ مليار دولار^(٢٩).

الشكل الرقم (٢)

نمو سوق الديون العقارية ما بين ١٩٩٩ - ٢٠٠٩



المصدر: Mark Calabria, «Fannie, Freddie, and the Subprime Mortgage Market,» The Cato Institute (7 March 2011), p. 2, <<http://www.cato.org/pubs/bp/bp120.pdf>>.

- المُبالغة في التوريق (Securitization) وتخليق منتجات مالية مركبة ومعقدة (MBS, CDO,... etc).
- عدم وجود شفافية في أسواق الرهن العقاري.
- دور المقترضين، أو ملاك العقارات، في عمليات الاقتراض وإعادة الاقتراض وخلق فقاعة الإسكان.
- الدور الكبير والمؤثر لبنوك الاستثمار الأمريكية.

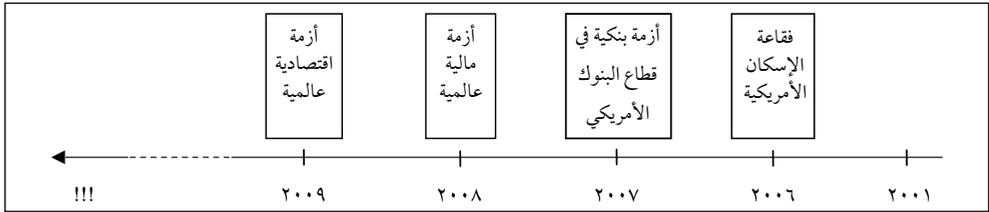
(٢٨) يوسفات علي، في: الندوة العلمية حول آليات الأزمة المالية العالمية وآثارها على الجزائر، التي أُقيمت في جامعة أدرار- الجزائر في ٢ تشرين الثاني/ نوفمبر ٢٠٠٨، (بتصرّف).

(٢٩) راندال دود، «الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة»، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، واشنطن)، السنة ٤٤، العدد ٤ (كانون الأول/ ديسمبر ٢٠٠٧)، ص ١٥.

- دور المؤسسات المالية، سماسرة الرهن العقاري، ووكالات التصنيف الائتماني (Moody's, S&P, Fitch) من خلال تسويق المنتجات المالية المدعومة برهون عقارية للجمهور المستثمرين باعتبارها منتجات مالية جيدة.

- إضافة إلى الوضع الاقتصادي الأمريكي والدولار المتدهور الذي عمق الأزمة وأعطاهما بعداً عالمياً.
ويبين الشكل الرقم (٣) تطور الأزمة المالية العالمية.

الشكل الرقم (٣) تطور الأزمة المالية العالمية



المصدر: من إعداد الباحث.

(٢) مصطلحات مهمة عن أزمة الرهن العقاري^(٣٠)

(أ) الرهن الثانوي «Subprime Mortgage»: هو صنف من الرهون العقارية الأقل جودة، بمعدل فائدة أعلى من الرهن العقاري التقليدي (Prime) لتحمل مخاطره المرتفعة، وغالباً ما يستفيد منه الأفراد الذين يعانون من انخفاض جدارتهم الائتمانية، أو لعدم وجود ضمانات تؤهلهم للحصول على القروض العقارية الرئيسة (Prime)، وتعد قدرتهم على ردّ الديون مع فوائدها مشكوكاً فيها، وتسمى كذلك بقروض (NINJA)^(٣١).

(ب) الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية (Subprime mortgages-backed securities - MBS): هي نوع من الأوراق المالية المدعومة بأصول (ABS)، وتكون مضمونة برهن أو مجموعة من الرهون العقارية. وهي أوراق تكون مدد استحقاقها ٣٠ عاماً، وعدد المستثمرين فيها محدود، ذلك أن المستثمرين يفضلون عادة أوراقاً مالية من ٢ - ١٠ سنوات. وقد استلزم هذا البحث عن بديل مالي يقبله المستثمرون الآخرون، لذا قامت شركات التوريق (SPV)^(٣٢) بتوريق

(٣٠) يوسفات علي، «أزمة الرهن العقاري»، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية (جامعة المسيلة، الجزائر)، العدد ٢ (٢٠٠٩)، ص ١ (بتصرف).

NINJA: No Inco me, No Job or Asset.

(٣١)

(٣٢) Special purpose vehicle/Special Purpose Entity أي وسيلة ذات غرض خاص أو كيان لأغراض خاصة، وهي

شركة أنشئت لغرض محدود أو أهداف محددة أو مؤقتة. وعادة ما تستخدم الكيانات الغرض الخاص من قبل الشركات لعزل =

MBS إلى ما يسمّى بالتزامات الدين المضمونة (CDO). وتُستخدم هذه الأوراق أيضاً لإعادة توجيه مدفوعات الفائدة والديون من مجموعة من الرهون العقارية لحملة الأسهم، وتقسّم هذه المدفوعات إلى فئات مختلفة بحسب درجة المخاطرة.

(ج) التزامات الدين المضمونة (Collateralized Debt Obligations - CDO): هو مجمع قرضي، يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق ٣٠ سنة، وتقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من ١ إلى ٣٠ عاماً، تتفاوت درجات تصنيفها إلى ثلاث شرائح رئيسية: الشرائح الممتازة (صنف AAA)، والشريحة البينية Mezzanine (من AA إلى BB)، والأسهم الخاصة (غير مقيم). وقد أصبحت منذ عام ١٩٨٧ وسيلة مهمة لتمويل الأصول ذات الدخل الثابت.

(د) أسواق المعاملات خارج البورصات (Over-the-counter Markets - OTC): يتم بواسطتها تداول الأدوات المالية العقارية خارج البورصة، ويكون التداول فيها ثنائياً بين العملاء والسماسرة. ولا يُفصح عن أسعار وأحجام التداول. كما لا تتسم عملياتها بالشفافية، ولا توجد مراقبة للسوق لتحديد المراكز الكبيرة أو المعرضة للخطر، بسبب عدم وجود صناعات للسوق، أو مؤشرات لقياس الأداء، أو أي طريقة لتحديد قيمة مختلف الشرائح.

ب- آليات أزمة الرهن العقاري

(١) آلية التوريق في السوق العقاري الأمريكي: يشرح الشكل أدناه آلية توريق المنتجات المالية (MBS, CDO, etc) في سوق الرهن العقاري الأمريكية^(٣٣).

- بعد أن يحصل ملاك العقارات على التمويل أو إعادة التمويل على عقاراتهم من البنك من طريق سماسرة العقارات، يقوم البنك ببيع القرض إلى الشركات العقارية مقابل حصوله على أتعاب.

- تقوم الشركات العقارية بدورها بعمليات توريق القرض، هذا بعد تجميعه في مجمع قرضي (Pool)، من طريق إحدى شركات المتخصصة في التوريق (SPV)، ويتنتج من هذه العملية أوراق (MBS).

وبما أن MBS هي أوراق مدد استحقاقها ٣٠ عاماً، وعدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرين يفضلون أوراقاً مالية من ٢ - ١٠ سنوات.

= الشركة الأم عن المخاطر المالية. كما أنها تستخدم عادة لإخفاء الديون (تضخيم الأرباح)، وإخفاء الملكية، والعلاقات بين مختلف الكيانات الغامضة التي هي في الواقع مرتبطة ببعضها بعضاً، وكذا عمليات التوريق، والتهرب الضريبي... إلخ. (٣٣) يوسفات علي، «التوريق وأزمة المالية العالمية»، ورقة قُدِّمت إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، التي عقدها معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر في ٥ - ٦ أيار/مايو ٢٠٠٩، ص ٣.

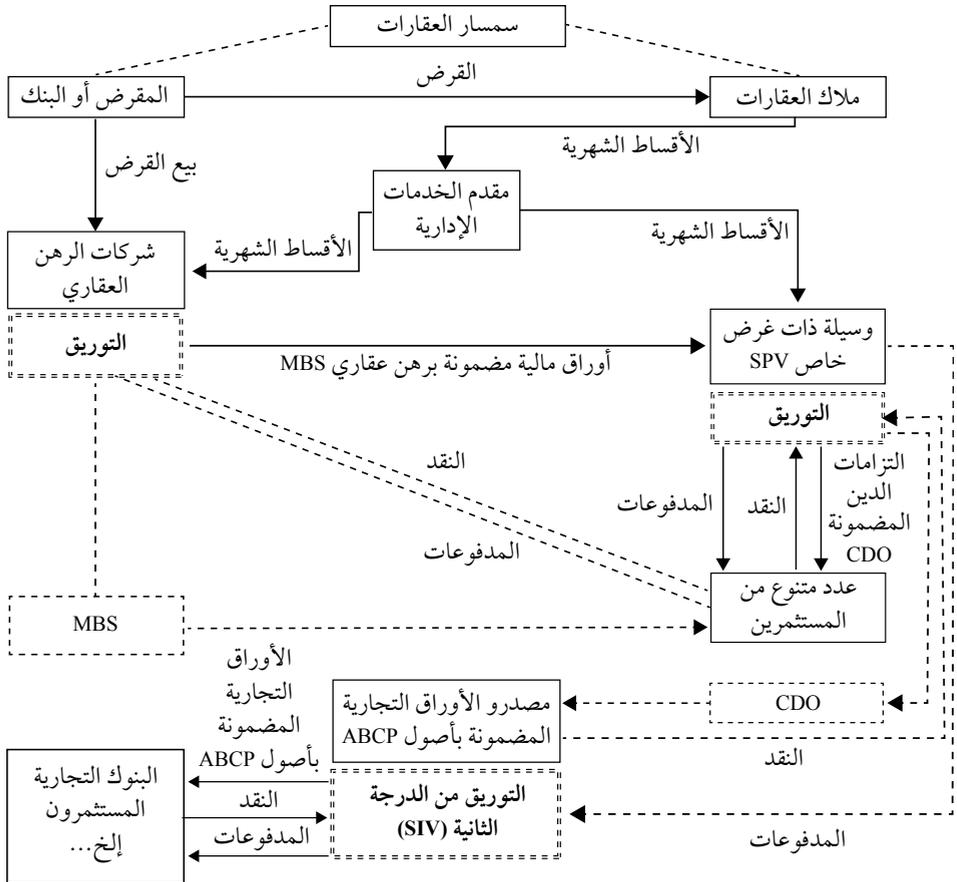
- استوجب هذا البحث عن بديل مالي يقبله المستثمرون الآخرون، لذا قامت شركات توريق أخرى (SPV) بتوريق MBS وتحويله إلى ما يسمى CDO، والتي تستطيع استقطاب المستثمرين بكل أنواعهم من الحكومات والمؤسسات إلى الأفراد.

- أما تسيير التدفقات المالية لتسديد فوائد المستثمرين فكانت قد أوكلت إلى مقدمي الخدمات الإدارية مقابل أتعاب.

- كما يمكن المستثمرين التأمين على أوراقهم المالية لتجنب إفلاس البنك أو مصدر الأوراق المالية، أو تعثر ملاك العقارات عبر دفعات نقدية إلى شركات التأمينات على رأسها AIG. ويوضح الشكل الرقم (٤) الآلية المبسطة لعملية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي.

الشكل الرقم (٤)

الآلية المبسطة لعملية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي



المصدر: من إعداد الباحث.

(٢) أليات تكوّن أزمة الرهن العقاري: ويمكن تلخيصها في ما يلي^(٣٤):

- ضربت الأزمة في آب/ أغسطس ٢٠٠٧، أي قبل نحو عام من انهيار بنك الاستثمار العريق ليمان براذرز.

- تمّ خلالها التسابق نحو تسييل MBS، وسعى في الوقت نفسه ذوو الاستدانة العالية، مثل صناديق التحوط (Hedge Funds) إلى تصحيح مراكزهم، بعد أن تُركوا في مراكزهم الخاسرة، في ظلّ غياب مؤشر لقياس الأداء والشفافية في أسواق OTC، وفي ظلّ هذه الخسائر الكبيرة توقف التداول.

- توقفت صناديق التحوط، ومؤسسات الاستثمار، ومصدرو الأوراق التجارية المضمونة بأصول... وغيرهم عن التعامل، إذ لم يعد هناك سوق لـ CDO.

- لم يتمكن مصدرو CDO من بيع ما لديهم منها، وتوقفوا عن طرح إصدارات جديدة أو شراء MBS جديدة (لأن MBS تورق إلى CDO).

- توقف مصدرو MBS، وهم شركات الرهون العقارية وأهمها Fannie Mae^(٣٥) و Freddie Mac^(٣٦)... وغيرهم عن شراء الرهون العقارية غير المتوافقة أو الرديئة من السوق الثانوي (السوق الذي تباع فيه الرهون العقارية الثانوية)، وتشدد في معايير الرهون العقارية الثانوية.

- في ظلّ غياب المستثمرين عن السوق الثانوية، لم يتمكن منشئو الرهون العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرمها، ذلك أن عدداً كبيراً منهم مؤسسات ذات رؤوس أموال هزيلة، كما عجز المنشئون عن تحمل رصيد الرهون العقارية التي أصدرها، وتوقفوا عن منح رهون عقارية ثانوية جديدة.

- لم يتمكن مشترو المنازل المرتقون من الحصول على تمويل، أو إعادة تمويل بسبب الأزمة ونقص السيولة.

- توقّف ملاك المنازل ذوو الجدارة الائتمانية الضعيفة (وهم الأغلبية)، عن سداد أقساط منازلهم، بسبب ارتفاع معدلات الفائدة خلال ٢٠٠٦ - ٢٠٠٧، ما أدى إلى تعثر دفعات فوائد المستثمرين في أوراق MBS و CDO وغيرها من الأدوات المالية العقارية الأخرى، وأصبحت هذه الأوراق من دون قيمة، وتحولت إلى أصول مسمومة لدى المستثمرين.

- كان المؤشر الرئيس لاندلاع الأزمة بعد تحولها من فقاعة الإسكان الأمريكية إلى أزمة في القطاع البنكي الأمريكي، ثمّ إلى أزمة مالية عالمية، هو انهيار بنك ليمان براذرز. ويبيّن الشكل الرقم (٥) كيفية تكون أزمة الرهن العقاري.

(٣٤) علي، «أزمة الرهن العقاري»، ص ٦.

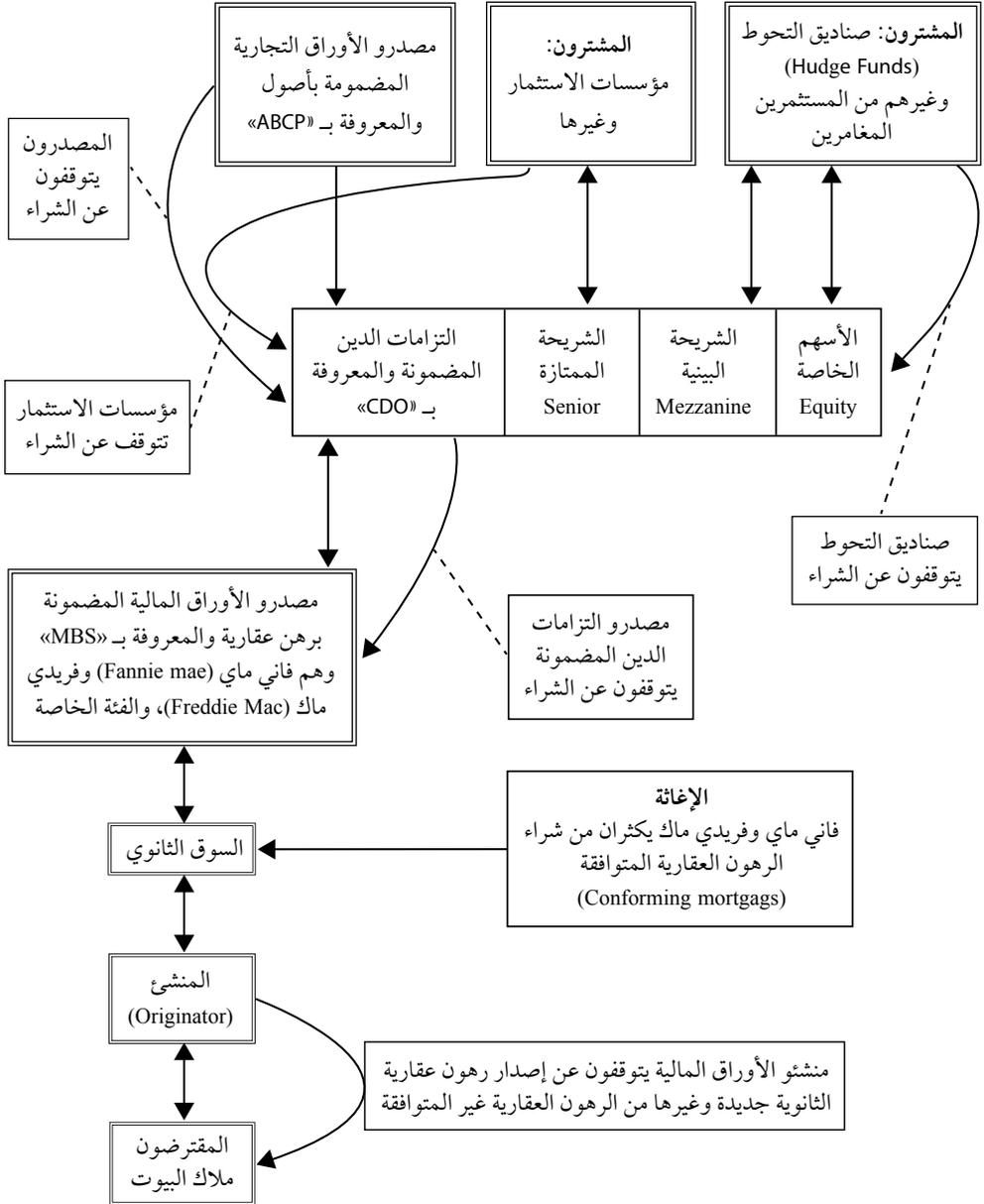
(٣٥)

Fannie Mae: The Federal National Mortgage Association.

(٣٦)

Freddie Mac: The Federal Home Loan Mortgage Corporation.

الشكل الرقم (٥) كيفية تكون أزمة الرهن العقاري



المصدر: راندال دود، «الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة»، مجلة التمويل والتنمية، السنة ٤٤، العدد ٤ (كانون الأول/ديسمبر ٢٠٠٧)، ص ١٨.

ج - دور بنك غولدمان ساكس في أزمة الرهن العقاري

تدعي لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية (SEC) أن بنك غولدمان ساكس هو المبتكر والمنظم والمسوق للأداة المالية (CDO) والتي يتوقف أداؤها على أداء (MBS)، وأن بنك غولدمان ساكس أخفى عن المستثمرين معلومات حيوية حول CDO، وبخاصة الدور الكبير الذي مارسته في صناديق التحوط. وقد سُوقت على أساس أنها منتجات مالية مضمونة بسوق العقارات الأمريكي المزدهر، ما أدى إلى توزيع الخطر على عدد كبير من المستثمرين حول العالم، وعمّق حجم الأزمة^(٣٧). ويبيّن الجدول أدناه حجم الإصدارات السنوية من CDO من عام ٢٠٠٠ - ٢٠١٠ (مليون دولار أمريكي).

٦٧٩٨٧,٧	٢٠٠٠
٧٨٤٥٣,٨	٢٠٠١
٨٣٠٧٤,٣	٢٠٠٢
٨٦٦٢٩,٨	٢٠٠٣
١٥٧٨٢٠,٧	٢٠٠٤
٢٥١٢٦٥,٣	٢٠٠٥
٥٢٠٦٤٤,٦	٢٠٠٦
٤٨١٦٠٠,٧	٢٠٠٧
٦١٨٨٦,٨	٢٠٠٨
٤٣٣٦,٠	٢٠٠٩
٨٦٦٥,٩	٢٠١٠

المصدر: <http://www.sifma.org/uploadedfiles/research/statistics/statisticsfiles/sf-global-cdo-sifma.xls>, «Global CDO Issuance», Securities Industry and Financial Markets Association (2010).

وأكثر من ذلك أن البنك كان على علم بسقوطها من دون أن يعلم زبائنه، والغريب أنه كان يراهن على ذلك، كما عمد إلى التخلص منها في محفظته الاستثمارية،... لكنه بنوع خاص، أخفى عن زبائنه أنه حصل من صندوق بولسون المضارب على مبلغ ١٥ مليون دولار، لكي ينجز هذه التركيبة. والأحسن من ذلك (أو الأسوأ) هو أن السيد بولسون^(٣٨) نفسه، شارك إلى جانب اختصاصيي في انتقاء القروض المؤهلة أكثر من غيرها للتراجع^(٣٩).

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

(٣٨) وهو صاحب صندوق المضاربة، لا تقصد به هنري بولسون وزير الخزانة الأمريكي السابق.

(٣٩) وردة، «إصلاح النظام المصرفي لا يزعج وول ستريت».

٣- حيلة عقود مبادلة التعثر في السداد (CDS) (Credit Default Swap)... وشركة (AIG)

CDS هي منتجات مالية تصنّف ضمن المشتقات الائتمانية، وتُتداول في سوق OTC، وهي عقود ثنائية يوافق فيها مشتري الحماية (protection buyer) على دفع مقدم لرسوم دورية تسمّى بريميوم (premium) مقابل تعويض من قبل البائع الحماية (protection seller) في حالة وجود مشكلة ائتمانية كالتعثر عن السداد أو الإفلاس التي تؤثر في الكيان المرجعي، أو مجموعة من الكيانات المرجعية^(٤٠) (Reference entity)، ويكون السعر السوقي للقسط مؤشراً إلى حدة المخاطر المتوقعة والمتصلة بالكيان المرجعي^(٤١).

لقد ابتكرت CDS منذ بداية التسعينيات، وازداد استخدامها بعد عام ٢٠٠٣، وبحلول نهاية عام ٢٠٠٧، كانت قيمة CDS المتداولة حوالي ٦٢,٢ تريليون دولار، ثم هبطت إلى ٢٦,٣ تريليون دولار بحلول منتصف عام ٢٠١٠^(٤٢) ثم ٢٥,٥ تريليون في عام ٢٠١٢. ويتركز سوق CDS على عدد محدود من اللاعبين الكبار وهم JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Barclays Group^(٤٣).

قام غولدمان ساكس بالتحوط من تراجع أسعار CDO بالتأمين عليها من تعثر المستثمرين بواسطة CDS لدى أكبر مجموعة للتأمينات قبل الأزمة AIG^(٤٤)، وهو ما كبّد هذه الأخيرة خسائر فادحة بعد اندلاع الأزمة، ففي الربع الأخير من ٢٠١٠ تكبّدت خسائر بلغت قيمتها ٦١ مليار، وهي أكبر خسارة ربع سنوية في تاريخ الشركات، ولولا استفادتها من برامج الإنقاذ لكان لانتهيارها أضرار أكبر وأعمق من انهيار ليمان براذرز.

ويحسب تقرير المفتش العام لبرنامج (TARP)^(٤٥) في تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٩، «أن بنك غولدمان ساكس كان قد نظم أو اشترى الحماية على ٣٣ مليار دولار من أصل ٨٠ مليار دولار، أو نحو ٤١ بالمئة من محفظة شركة التأمين العملاقة AIG الخاصة بهذا النوع من المعاملات^(٤٦).

(٤٠) هو طرف من الأطراف الأساسية المشاركة في عقد المشتقات الائتمانية، والكيان إشارة إلى تحمّل مخاطر الائتمان في العقد، ويمكن أن يكون مؤسسة أو حكومة أو أي كيان قانوني آخر. إذا حدث مثلاً تعثر في سداد الدين أي أن الكيان المرجعي غير قادر على تلبية شروط عقد السندات، فإن مشتري CDS يتلقى الدفعات من البائع.

(٤١) «Credit Default Swaps and Counterparty Risk», Eurosystem, European Central Bank (2009), p. 9.

(٤٢) «2010 MID-Year Market Survey», ISDA Market Survey, The International Swaps and Derivatives Association (ISDA) (2010), <<http://www.isda.org/statistics/recent.html>>.

(٤٣) «Credit Default Swaps and Counterparty Risk», p. 21.

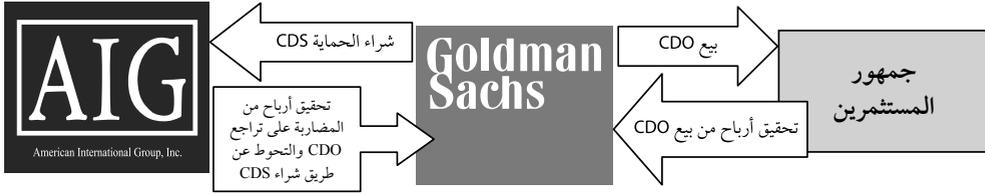
(٤٤) American International Group, Inc.

(٤٥) The Troubled Asset Relief Program (TARP)، أي برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة هو برنامج حكومي أمريكي

لشراء الأصول والأسهم من المؤسسات المالية لتعزيز قطاعها المالي، والذي وُقِع ليصبح قانوناً من قبل الرئيس الأمريكي جورج بوش يوم ٣ تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٨. وهو مكوّن من إجراءات حكومية لمعالجة أزمة الرهن العقاري في عام ٢٠٠٨. وللمزيد انظر: <<http://www.sig tarp.gov/Pages/home.aspx>>.

(٤٦) Janet Tavakoli, «Goldman Sachs Nearly Bankrupted AIG», The Blog (17 November 2009), <http://www.huffingtonpost.com/janet-tavakoli/goldman-sachs-nearly-bank_b_361342.html>.

توليفة حيلة غولدمان ساكس



المصدر: من إعداد الباحث.

٤ - حيلة عقود المبادلة (Swaps)... والأزمة اليونانية

خلال العقد الذي سبق الأزمة المالية العالمية، اقترضت الحكومة اليونانية وبكثرة من الخارج أموالاً لتمويل الميزانية الحكومية ولسد العجز الكبير في الحسابات الجارية. وبين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٨، بلغ متوسط العجز في ميزانية اليونان ٥ بالمئة سنوياً، مقارنة بمعدل منطقة اليورو بنسبة ٢ بالمئة. وبلغ متوسط العجز في الحساب الجاري ٩ بالمئة سنوياً، مقارنة بمعدل منطقة اليورو من ١ بالمئة. وفي عام ٢٠٠٩ قدر العجز في الميزانية بـ ١٣ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي. وتُعزى هذه العجوز إلى الإنفاق العالي من قبل الحكومات اليونانية المتعاقبة، إذ كانت تمول هذان العجزان بالاقتراض في أسواق رأسمال الدولية، ما رفع المديونية الخارجية (١١٥ بالمئة من GDP عام ٢٠٠٩).

وكان عجز الميزانية اليونانية ومستوى الدين العام أعلى بكثير مما تسمح به القواعد التي تحكم الاتحاد الأوروبي (EMU)، وخصوصاً اتفاقية الاستقرار والنمو (The EU's Stability and Growth Pact) التي تحدّد سقف عجز الموازنة بـ ٣ بالمئة من GDP وسقف الديون الخارجية بـ ٦٠ بالمئة من GDP، ولكن الحقيقة أن اليونان ليست وحدها التي تجاوزت هذه الحدود من بين الدول الـ ٢٧ الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، إذ إن أكثر من عشرين دولة تجاوزت سقف العجز المنصوص عليها في الاتفاقية^(٤٧).

غير أن اليونان قام باللعب على قانون المفوضية الأوروبية بشكل مصطنع بالحفاظ على مستوى الدين إلى GDP أقل من ٦٠ بالمئة لعدة سنوات، وفي عام ٢٠٠١، عندما انضمت اليونان إلى منطقة العملة الموحدة (اليورو)، أصدرت أكثر من ١٠ مليارات دولار من الديون المقومة بالدولار والين، فقد اتفقت مع بنك غولدمان ساكس على مبادلة العملات^(٤٨) (Cross currency swap) بهدف التحوط من مخاطر أسواق الصرف لمدفوعات الديون المقومة بالين والدولار. وفي الوقت نفسه، يعدّ غولدمان

Rebecca M. Nelson, Paul Belkin and Derek E. Mix, «Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, (٤٧) and Implications.» CRS Report for Congress Prepared for Members and Committees of Congress, Congressional Research Service (Washington, DC) (27 April 2010), p. 2.

(٤٨) وهي قروض من الناحية التقنية، ولكن على خلاف قروض البنوك فهي لا تظهر عادة في الميزانية العمومية. هناك استخدامان رئيسان لها، وهي تأمين أرخص الديون والتحوط ضد تقلبات أسعار الصرف.

ساكس مهندس هذه الحيلة المالية التي ساعدت اليونان في الحدّ الظاهري من ديونها في تقارير الدين ونسبة العجز في الميزانية^(٤٩).

ومنذ عام ٢٠٠٢، دخلت اليونان وغولدمان ساكس في سلسلة من عمليات مبادلة العملات عبر تبادل الديون اليونانية مقومة بالدولار والين مقابل ديون مقومة باليورو، وبلغ مجموع المعاملات حوالي ١٠ مليارات دولار أمريكي لمدة تتراوح من ١٥ إلى ٢٠ عاماً^(٥٠).

في حين أن مبادلة العملات التقليدية تقدر قيمتها عند مستوى الصفر، من خلال تحديد سعر العملة الأجنبية في سعر الصرف الآجل (وهو يساوي السعر الفوري مع تعديل فروق أسعار الفائدة بين البلد المحلي والأجنبي)^(٥١). وبدلاً من ذلك تمّ استخدام معدلات الصرف الفورية Euro/US\$ و Euro/Yen لمبادلة الديون، واستخدام معدلات أسعار «خارج الأسواق» (off-market)، حيث كانت معدلات أسعار اليورو المرجعية أقل من معدلات الأسعار الفورية. وكان لهذه العملية في الواقع تحقيق ما يعادل مرة واحدة من مكاسب النقد الأجنبي لليونان بسبب بنك غولدمان ساكس، إذ قام بتقديم ١ مليار دولار أمريكي كدفوعات مقدماً، ثمّ تليها مدفوعات دورية من الفائدة^(٥٢).

معنى ذلك أن المجموعة من المبادلة لسعر العملة كانت منخفضة بشكل مصطنع لمعدل سعر اليورو/دولار أو لمعدل سعر اليورو/الين، وهذا لإنشاء الدفعة مقدمة من غولدمان إلى اليونان وزيادة مدفوعات الديون السيادية لليونان في المستقبل. وبالفعل تحوّلت هذه المبادلة إلى طريقة لتمويل مقنع لديون الميزانية العمومية من جانب بنك غولدمان^(٥٣).

بحسب ESA95^(٥٤)، استفادت اليونان من هذا الدفع المسبق كتخفيض لديونها، ولكن العائد من العملة كان يسير من اليونان إلى البنك، ويسترد في نهاية العقد. غير أن هذا لم يكن في التقرير المقدم إلى يوروستات. ومن جهته غطى غولدمان ساكس على هذه المبادلة من خلال بنك ألماني يتخذ من فرانكفورت مقرّاً له. ويوضح الشكل الرقم (٦) هذه المبادلة^(٥٥):

(٤٩) <http://macrostrategy.blogspot.com/2010/02/the-greek-problem.html>، «The Greek Problem!», *Macrostrategy* (17 February 2010).

(٥٠) Jean Jacques Ohana, «How Did Greece Manipulate its Debt Accounts?», Riskelia's blog (22 January 2010), <http://www.riskelia.com/blog/2010/02/how-did-greece-manipulate-its-debt-accounts/>.

(٥١) «The Greek Problem!».

(٥٢) Ohana, *Ibid*.

(٥٣) «The Greek Problem!».

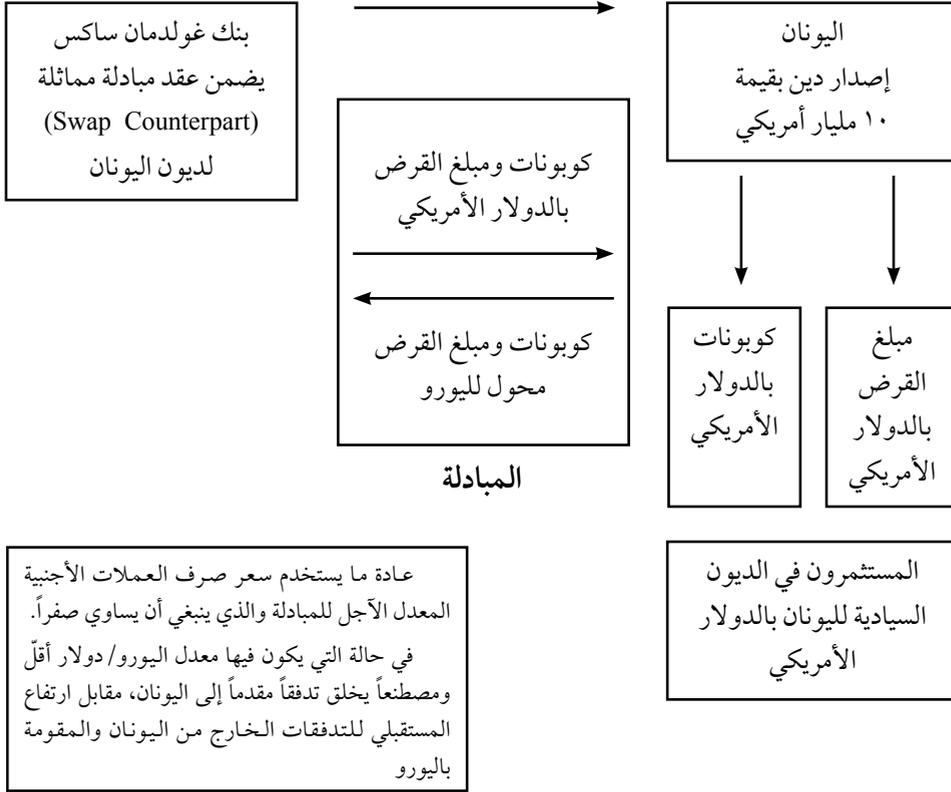
(٥٤) النظام الأوروبي للحسابات ESA هو نظام الحسابات الوطنية والحسابات الإقليمية التي يستخدمها الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، تمّ تحديثه في ١٠ كانون الثاني/يناير ١٩٩٥ (ESA95). وهو ينسجم تماماً مع نظام الأمم المتحدة للحسابات القومية (SNA1993) في التعاريف وقواعد المحاسبة والتصنيفات، ومع ذلك فهو يشتمل على بعض الاختلافات وخاصة في طريقة العرض، والتي هي أكثر انسجاماً مع الاستخدام داخل الاتحاد الأوروبي. للمزيد انظر: <http://circa.europa.eu/irc/dsis/nfaccount/info/data/esa95/esa95-new.htm>

(٥٥) Ohana, «How Did Greece Manipulate its Debt Accounts?».

الشكل الرقم (٦)

حيلة عقود المبادلة

الدفعة ابتدائية بـ ١ مليار دولار أمريكي للتعويض عن القيمة الحالية الصافية للمبادلة



المصدر: Riskelia's blog (22 January 2010): «How Did Greece Manipulate its Debt Accounts?», <<http://www.riskelia.com/blog/2010/02/how-did-greece-manipulate-its-debt-accounts/>>.

رابعاً: حيلة مضاعفة الجولة (Round-tripping) ... وانهييار شركة إنرون

هي شكل من أشكال التلاعب في الأسواق المالية تحاول تضخيم حجم المعاملات المالية من خلال الشراء المستمر والمتكرر لأوراق مالية أو سلع أو أصول معينة. كما تستخدم هذه الحيلة لبيع أصل غير مستغل لشركة أخرى، في حين توافق على إعادة شراء الأصول نفسها، وبالسعر نفسه تقريباً، وهو ما يخلق انطباعاً مضللاً عن ارتفاع حجم التداول، ويؤدي إلى زيادة الاهتمام بهذه الأصول أو الأوراق المالية التي هي في الواقع ليست جيدة. كما تهدف هذه الحيلة إلى التهرب

الضريبي أحياناً، فضلاً عن أنها تساهم أيضاً في رفع حجم إيرادات ونفقات الشركة، ولكن من دون تحقيق زيادة حقيقية في أرباحها^(٥٦).

استخدمت هذه الحيلة من طرف شركات التكنولوجيا والطاقة مثل شركة الطاقة إنرون (Enron)، والتي فجّرت أزمة الفضائح المحاسبية، أو فضائح إفلاس الشركات الأمريكية سنة ٢٠٠١، وخلال الفترة ما بين ٢٠٠٠ - ٢٠٠١، حُجز أكثر من ٤,٤ مليار دولار، باعتبارها معاملات مضاعفة الجولة أو ممارسات مدرة لدخل زائف. وهذا هو النوع من الحيل الذي سمح لشركة إنرون التي توظف ما يقرب من ٢٤ ألف موظف فقط، بأن تكون سابع أكبر شركة في الولايات المتحدة من حيث الإيرادات مع شركات عملاقة مثل شركة جنرال إلكتريك التي توظف ٣٠٠ ألف موظف^(٥٧).

خامساً: حيلة لاديرينغ (Laddering)

وأزمة الدوت كوم (Dot-com bubble)

هذه الحيلة قائمة على الترويج لأسهم شركة ما، بأنها ستكون ذات أسعار مرتفعة. ويكون هذا قبل الاكتتاب العام (IPO) من أجل الحصول على أكبر حصة من الطرح، وتعتبر لاديرينغ ممارسة غير قانونية في الاكتتاب العام الذي يشارك فيه الضامن، أو الوسيط في عملية الاكتتاب العام مع اتفاق ضمني بأن يتم شراء المزيد من أسهم IPO أخرى، ما يؤدي إلى تحقيق مكاسب كبيرة لكلا الطرفين. كما تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية الاسمية للشركة. وبمجرد أن يزيد سعر السهم عن مستوى معين، يقوم المستفيدون (Insiders) من هذه الحيلة ببيع أسهمهم وجني الأرباح^(٥٨).

كان أهم مظاهر استخدام هذه الحيلة هي أزمة الدوت كوم، والمعروفة أيضاً باسم فقاعة الدوت كوم، أو فقاعة الإنترنت في فترة بين (١٩٩٧ - ٢٠٠١)، فخلالها ارتفعت أسعار الأسهم في قطاعات الإنترنت والتكنولوجيا ارتفاعات مبالغاً فيها. إذ اكتسبت هذه الشركات مزيداً من الحصة السوقية، ولكن من دون تحقيق أي ربح أو أي إيرادات على الإطلاق. وبسبب هذه الحصة السوقية الكبيرة لهذه الشركات، أعطى هذا الأمر صورة خاطئة عنها، وعن حجم أرباحها المضمّنة. كما أنّ وكالات التصنيف الائتمانية أعطت توقعات خاطئة عن مستقبل أسهم التكنولوجيا. وخلقت هذه المبالغات السعرية فقاعة أدت إلى حدوث هذه الأزمة التي عصفت

(٥٦) «Round-Trip Trading», Investopedia, <<http://www.investopedia.com/terms/r/round-triptrades.asp#axzz1qDyvfXwQ>>.

(٥٧) Dan Ackman, «Round Tripping On Energy», Forbes (16 May 2002), <<http://www.forbes.com/2002/05/16/0516topnews.html>>.

(٥٨) «Laddering», Investopedia, <<http://www.investopedia.com/terms/l/laddering.asp#axzz21g1J4s6a>>.

بالاقتصاد الأمريكي والعالمي^(٥٩). كما أنَّ الشركات المتصلة بالإنترنت فقدت ٨٠٠ مليار دولار من قيمتها السوقية^(٦٠).

خاتمة

بيّنا من خلال هذا البحث الدور الكبير لبعض ذوي الياقات البيضاء في تسببهم بخلق أزمات من خلال المخططات البونزية أو التلاعبات المحاسبية. كما ألقينا الضوء على البنك العتيق غولدمان ساكس ودوره الكبير في ابتكار أدوات مالية مركبة، كانت مسؤولة عن تفجير أزمة تعدّ من أكبر الأزمات المالية العالمية بعد الكساد العظيم في عام ١٩٢٩. كما اضطلع البنك بدور حسان طرودة للحكومة اليونانية التي كان همّها الوحيد الدخول إلى منطقة اليورو مهما كان الثمن. وها هو اليورو يواجه الآن أكبر معضلة في تاريخه، تهدد مكانته واستمراره بسبب هذه الأزمة.

توصيات

- ضبط العلاوات والمكافآت للمدراء والموظفين في البنوك والمؤسسات المالية العالمية، لأنها المحفز الرئيس لمغامراتهم وابتكارهم لمنتجات مالية عالية الربحية والمخاطرة.
- منع البنوك من المضاربة في سندات المخاطرة والمضاربة في العملات.
- ضبط ومراقبة الاحتياطات الإجبارية للبنوك.
- إعادة العمل بقانون غلاس ستيغال بعد إلغائه في ١٩٩٩ في أمريكا، والذي يفصل بين وظائف البنوك.
- ابتكار آليات لإنذار المبكر بالفقاعات والأزمات المحتملة.
- زيادة الشفافية والمساءلة في عمليات خارج الميزانية للبنوك وفي الأسواق خارج البورصات، وضمن عمليات الإفصاح المالية.
- ضبط ومراقبة عمل ووكالات التصنيف الائتماني وشركات التدقيق العالمية.
- حث البنوك بكل أنواعها نحو الاقتصاد الحقيقي، وإنهاء فكرة المال يولد المال.
- إدخال العامل الأخلاقي والمسؤولية الاجتماعية في صياغة عمل البنوك والمؤسسات المالية.
- تعميم والتزام بالمعايير المحاسبية الدولية IAS ومعايير الإبلاغ المالي الدولية IFRS.

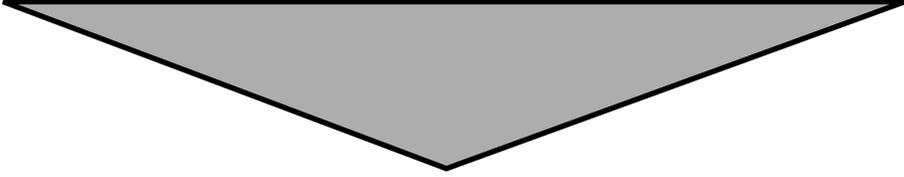
«Dot-Com Crisis,» Open View (10 May 2009), <<http://openview-harish.blogspot.com/2009/05/dot-com-crisis.html>>.

«Inside the Dot Com Crash» Special Event, CNN.com (26 December 2000), <<http://transcripts.cnn.com/transcripts/0012/26/se.01.html>>.



صدر حديثاً
عن

مركز دراسات الوحدة العربية



التجربة الدستورية في عُمان

بسمه مبارك سعيد

الإمارات العربية المتحدة على مفترق طرق

يوسف خليفة اليوسف

الإعلام الفضائي في الوطن العربي
تحليل للمضمون والتأثير في النخب والرأي العام

صباح ياسين