

## أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة

إشراف الدكتور

إعداد طالب الدكتوراه

محمد جميل عمر

نزهان محمد سهو

كلية الاقتصاد

قسم الاقتصاد

جامعة دمشق

### الملخص

يتمحور موضوع بحث أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة حول بيان ماهية تلك الأسواق من حيث مفهومها وأنواعها وبداياتها فضلاً عن نظرة عامة وآليات عملها، وذلك لأهميتها ولأنها الحيز الذي يتم فيه عرض المدخرات من جانب والطلب عليها في التمويل بالجانب الآخر، وهي بذلك تعدّ من أهم وسائل الاستثمار للأفراد والشركات، كما تم في هذا البحث أيضاً تحديد مفهوم وأنواع أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وبيان أثرها في تلك الأسواق من خلال عرض لبعض المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تبين من خلالها حجم تلك الآثار والتداعيات على تلك الأسواق، ومكوناتها التي كانت ذات طابع سلبي بشكل واضح وكبير ومن ثم أصبح الوصول ممكناً لعرض مفصل للنتائج مع تحديد التوصيات التي توصل إليها الباحث وأخيراً عرض للمصادر والمراجع التي اعتمدت لأغراض هذا البحث أو الدراسة .

## المقدمة:

شهد الاقتصاد العالمي منذ نهاية ثمانينيات القرن الماضي إلى هذا اليوم طفرة نوعية وتغيرات كبيرة تعود أسبابها بالأساس إلى نهاية الثنائية القطبية وترسخ النظام القائم على مبادئ الحرية، والمبادرة الفردية والاقتصاد الحر كنموذج وحيد ممكن دون منافس، وفي ظل تلك التغيرات كلها برزت وزادت الحاجة لوجود أسواق الأوراق المالية لدورها في نمو النشاطات الاقتصادية وقيامها بأنواعها الصناعية والزراعية والتجارية والخدماتية، ولاسيما أنها المجال أو الحيز الذي يتوفر فيه أدوات ممارسة حركة تلك النشاطات وخصوصاً ما يتعلق برؤوس الأموال المعروضة والخاضعة للاستثمارات وتقابلها الجهات الطالبة أو المستثمرة لتلك الأموال أي أنها تجمع بين المؤسسات الادخارية والمؤسسات الاستثمارية ويتحقق من خلال ذلك التوازن بينهما، وتحقق فيها القيم الخاصة بأسهم الشركات العاملة فيها، إلا أن تلك التغيرات التي حدثت طيلة النصف الثاني من القرن الماضي إلى اليوم رافقتها أو إصابتها جملة من الأزمات الظرفية المتعاقبة ومن بينها الأزمة المكسيكية لسنة 1982، وأزمة البورصة الأمريكية في أكتوبر 1987، والأزمة اليابانية لسنة 1990، والأزمة الآسيوية لسنة 1997 وأخيراً الأزمة الاقتصادية العالمية التي ظهرت في أقوى آثارها عام 2008.

إن ما نتج عن تلك الأزمات يبين بشكل واضح لا يقبل الشك أن الأزمات الاقتصادية الكبرى تنتشر عالمياً بشكل سريع ومؤثر وذلك بالنظر إلى الترابط الهيكلي والحرية الاقتصادية، أو الانفتاح الاقتصادي التي توفرها آليات وأدوات ومؤسسات العولمة. وبذلك ازداد الحديث وعقدت المؤتمرات ونشرت الدراسات عن الأزمة الراهنة عما سواها من أحداث اقتصادية وسياسية، إذ ظهرت توقعات عديدة سيطرت على تلك الدراسات والتحليلات، وأهمها عودة الأزمة الهيكلية للنظام الرأسمالي أو الأزمة الدورية للرأسمالية أو سقوط النموذج الليبرالي وعودة التأميم والاشتراكية، كما اختلف الباحثون في تحديد أسباب تلك الأزمة إلا أن أبرزها كان يرجعها إلى قيام البنوك بعمليات الإقراض والتسهيلات الائتمانية للشركات الكبيرة والمتوسطة والصغيرة وللأفراد؛ بعيداً عن اعتماد أسس الضمان والملاءة المالية من جانب، وعدم أخذ الاحتياطات الكافية لتلافي الوقوع في مشكلة عدم القدرة على مواجهة السحب من قبل المودعين من الجانب الآخر، فضلاً عن التغيرات السريعة في أسعار الفائدة فاقم من أعباء سداد تلك القروض، مما أوجد ما يسمى بسوق تجارة الديون عبر تحويل تلك الديون إلى سندات بأغراض المتاجرة ومحاولة تسديد جزء منها، ومن ثم فإن محصلة تلك الإخفاقات ستصب حتماً في أسواق الأوراق المالية عبر المؤسسات والبنوك المكونة لها.

وبناء على ما تقدم فإن هذا البحث هو قراءة جديدة وتحليل نظري وعملي لموضوع أسواق الأوراق المالية الذي يعدّ واحداً من مكونات الأسواق المالية الثلاثة (أسواق النقد، أسواق رأس المال، أسواق الأوراق المالية) في ظل ظروف ومستجدات العالم الاقتصادية وأبرزها الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة التي ألقت بظلالها على منظومة الأعمال والأموال، ومن أهمها منظومة أسواق الأوراق المالية، ولاسيما أنها كانت أكبر المتأثرين بتداعيات تلك الأزمة فضلاً عن أنها تتمتع بدور كبير في الاقتصاديات جميعها مهما اختلفت تطبيقاتها وآلياتها التي تسيّر العملية الاقتصادية، على الرغم من اختلاف هذا الدور وفقاً لاختلاف الفلسفة الاقتصادية والنظام الاقتصادي .

## الفصل الأول / منهجية البحث والإطار النظري

### المبحث الأول / منهجية البحث:

#### أولاً - مشكلة البحث:

تتمحور مشكلة البحث في تحليل أسواق الأوراق المالية من حيث المفهوم والأهمية والجذور والدور في العملية الاقتصادية، وما تتعرض له من تحديات وإشكاليات على خلفية الأزمة الاقتصادية الراهنة عبر تحديد أسبابها وجذورها وآثارها في الاقتصاديات العالمية، لا سيما تلك التي تتعلق بتلك الأسواق المنتشرة في العالم، كما أن إشكالية البحث تتركز في تفاقم تلك الآثار وسرعة انتشارها في ظل الترابط الاقتصادي والحرية التجارية.

#### ثانياً - أهمية البحث:

يستمد موضوع البحث أهميته من خلال:

1 - أهمية أسواق الأوراق المالية في العملية الاقتصادية ودورها المحوري والرابط لمنظومات الأعمال بمختلف النشاطات الاقتصادية المالية والتجارية والخدمية، فضلاً عن أنها المرآة العاكسة لواقع المشروعات من خلال تداول أسهمها وسنداتها، كما أنها الحيز الذي يتم فيه عرض المدخرات من جانب والطلب عليها في التمويل بالجانب الآخر، وهي بذلك تعدّ من أهم وسائل الاستثمار للأفراد والشركات، فضلاً عن الدور بالغ الأهمية الذي تؤديه عبر آلياتها في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

2- حجم الصدمة التي أحدثتها الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة التي انعكست آثارها السلبية على مختلف المنظمات الاقتصادية وأدواتها، ومنها أسواق الأوراق المالية، ومن ثمّ على قرارات الأفراد والمؤسسات والدول.

### ثالثاً - أهداف البحث:

تتلخص أهداف البحث في الوصول إلى تقديم مساهمة علمية في واحد من الموضوعات المهمة، وتحديد مفهوم وأنواع أسواق الأوراق المالية وآلياتها ودورها في النشاط الاقتصادي، وتحليل الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية الراهنة وجذورها التاريخية وأسبابها فضلاً عن تحديد آثارها التي طالت وستطال تلك الأسواق من جرائها، ومن ثمّ تحقيق هدف يتضمن أهم النتائج والدروس والحلول المقترحة والمتعلقة بموضوع البحث.

### رابعاً - فرضيات البحث:

- الأولى: تستند إلى فرضية مفادها أنّ أسواق الأوراق المالية تعمل على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب (المستثمرين) وقوى العرض (المدخرين).
- الثانية: تفترض أنّ أهمية أسواق الأوراق المالية تزداد وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية.
- الثالثة: تفترض أنّ الأزمة المالية والاقتصادية كشفت أو تمخضت عن أخطاء المؤسسات الاقتصادية، وخصوصاً المالية التي ضخمت قيم الأصول المتداولة عبر آلية تجارة الديون، ومنح القروض العقارية بشكل خاص للأفراد والمؤسسات بعيداً عن اعتبارات الموقف المالي أو الملاءة المالية، وأنّ الأزمة الاقتصادية العالمية الحالية سوف تستمر إلى أن يتبخر ما هو وهمي افتراضي في أسواق المال.
- الرابعة: تفترض أنّ من أهم نتائج الأزمة هي ارتفاع أسعار البترول، الذي يقود بدوره إلى ارتفاع أسعار الغذاء (نتيجة لاعتماد إنتاج الغذاء على إنتاج الوقود) والتضخم العالمي، وإلى الذهاب بالعديد من بنوك الاستثمار الراسخة إلى الإفلاس، وازدياد البطالة، وإمكانية تنامي معدلات الكساد العالمي، ويصاحب تلك التغيرات سرعة في انتشارها بفعل حرية حركة الأموال والاستثمار بين مختلف أسواق العالم المالية وغيرها.

## المبحث الثاني / أسواق الأوراق المالية.. مفهومها.. أنواعها ودورها في النشاط الاقتصادي

تحتل أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في أغلب الاقتصاديات العالمية وأصبحت تحظى باهتمام بالغ في جميع الدول المتقدمة منها والنامية على حد سواء وإن كانت بدرجات متفاوتة تبعاً للفلسفة الاقتصادية القائمة وذلك لما توفره هذه الأسواق من أدوات وآليات قياس لقيم المشروعات فضلاً عن مهمتها الأساسية في التمويل لمختلف النشاطات الاقتصادية، وقد وجد الباحثون أن "هناك ثلاث روايات تاريخية متفاوتة عن الأصل التاريخي لأسواق الأوراق المالية حيث جاء في الرواية الأولى أن بداية مفهوم أسواق الأوراق المالية تعود إلى القرن الثاني عشر في الجمهورية الفرنسية حيث نشأت الحاجة إلى تداول الديون الزراعية من خلال مجموعة من النشطاء الماليين الذين أطلقوا بداية مفهوم الوسطاء. وتقول الرواية الثانية: إن مصطلح 'البورصة' يعود إلى الكلمة اللاتينية Bursa التي تعني الحقيبة أو الكيس، حيث كانت تعلق عند باب المنزل أو المكان كدلالة على ملتقى التجار فيه في مدينة Bruges البلجيكية في القرن الثالث عشر. أما الرواية الثالثة فأرجعت مسمى البورصة إلى القرن الثالث عشر أيضاً، حيث كان التجار يلتقون مع بعضهم بعضاً لتداول السلع في مدينة Bruges البلجيكية<sup>1</sup>، كما ورد أن بدايات ظهور البورصات صاحب "انتشار الشركات وإقبال الحكومات على الاقتراض، وأصبحت هناك حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وظهرت من ثم بورصات الأوراق المالية إلى جانب بورصات البضائع، ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 وفي انكلترا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في بناء خاص سمي Royal Exchange، أما في أمريكا فقد استقرت أعمال البورصة في أوائل القرن التاسع عشر عام 1821 في وول ستريت.<sup>2</sup> وقد حدثت في السنوات الأخيرة تطورات في الأسواق المالية وأهمها "الاتجاه المتزايد نحو أسواق الخيارات Options Market والمستقبليات- حيث تعتمد قيمة أصل على قيمة أصل آخر مثل أسعار السلع وأسعار الأسهم والسندات، أو القيم الخاصة بمؤشرات السوق ولهذا السبب فإن هذه الأدوات كثيراً ما تسمى بالأصول المشتقة Derivative assets".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> الثامر، محمد "مفهوم أسواق الأوراق المالية .. قلب الاقتصاد" دراسة منشورة في موقع صحيفة القبس بتاريخ 27-7-2007

<sup>2</sup> معوض، نشأت عبد العزيز "بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار" كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 72 فبراير 1994

<sup>3</sup> ZVI B & Alex KANE .Essentials of investments. 3<sup>rd</sup>. ED. NEW York .Irwin McGraw -Hill. 1998. p49

كما عرف سوق الأوراق المالية من زاوية أخرى بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع عدد من الأسهم والسندات وشرائها داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، أدى ذلك إلى التقليل من أهمية الوجود في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، ومن ثمَّ سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول. ومن ثمَّ فإنَّ سوق الأوراق المالية هي المكان الذي ينظم فيه العرض والطلب على الأموال طويلة الأجل وهي واحدة من ثلاثة عناصر لأسواق المال (Financial Markets) والمكونة من:

- 1- سوق النقود الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي.
- 2- سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين
- 3- سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول.<sup>4</sup>

قد يتصور بعضهم من غير المطلعين أو المتابعين لأسواق الأوراق المالية أنها كيان تنظيمي واحد إلا أنها تقسم إلى قسمين رئيسيين بحسب التخصص والأبقيّة الزمنية في العمل وهما:

#### أولاً - السوق الأولية:

ويختص هذا السوق بالإصدارات الجديدة من الأوراق المالية وهي "الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الحكومية وغيرها (سندات حكومية طويلة الأجل، أذونات الخزنة، أسهم الشركات العامة، أسهم وسندات الشركات المساهمة)"<sup>5</sup>، وتلك الأوراق تحتاجها المنظمات الاقتصادية سواء لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع في مشروع قائم وذلك من خلال زيادة رأسمالها، حيث تقوم بإصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب ويمكن هنا للجهة المصدرة للأوراق المالية الاتصال بشكل مباشر بالمستثمرين، أو تكليف إحدى المؤسسات المتخصصة بالقيام بالإصدار وإكمال الإجراءات،<sup>6</sup> وهنا يكون بائع الأوراق المالية هو نفسه مصدرها<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> خضر، حسان "تعريف أسواق الأوراق المالية" دراسة منشورة على موقع المهدي العربي للتخطيط - الكويت [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)

<sup>5</sup> حنفي، عبد الغفار، عبد السلام أبو قحف "الإدارة الحديثة في البنوك التجارية" الدار الجامعية ببيروت، لبنان 1991 ص 437

<sup>6</sup> حنفي، عبد الغفار "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)" الدار الجامعية - الإسكندرية، مصر، ص 43، 2005

## ثانياً - السوق الثانوية:

ويختص هذا السوق بالتعامل والتداول في الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها سواء بصورة مباشرة أو بواسطة إحدى المؤسسات المالية المتخصصة ويطلق على هذا السوق البورصة، ويتضح من خلال التقسيم أعلاه أنَّ هناك ارتباط كبير بين السوقيين أحدهما يكمل الآخر من حيث الآلية والعمل والتخصص إلا أنَّه لا يمكن الاستغناء عن أي منهما، وقد "صنفت الأسواق الثانوية على خلفية المنافسة داخلها من جهة والضغط الخارجية من جانب الحكومة ولجنة البورصة من الجهة الأخرى إلى أربعة أنواع أو أصناف وهي:

السوق الأول - يتكون من السماسرة العاملين بالبورصات المنظمة.

السوق الثاني- ويتمثل بالسماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة والبنوك.

السوق الثالث - ويتمثل ببيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة.

السوق الرابع - ويتم فيه التعامل بين المؤسسات الكبرى دون وسطاء وسماسرة.<sup>7</sup>

وينظم العمل في بورصات الأوراق المالية بواسطة القوانين واللوائح والإجراءات والقواعد المنظمة لطرح وتداول الأوراق المالية، وأن التعامل يتم من خلال سماسرة الأوراق المالية، كما "تدير البورصة الجهات الآتية:

1- لجنة البورصة: تتكون من 17 عضواً منهم 9 أعضاء من السماسرة المسجلين بالبورصة و5 من الأعضاء المنظمين، 3 أعضاء يعينهم الوزير المختص مدة سنتين، وتقوم لجنة البورصة بالمهام الآتية:

-تحقيق حسن سير النشاط من خلال الإجراءات الضرورية لذلك.

-القيام بدور السلطة التأديبية على أعضاء البورصات جميعهم وعلى المندوبين الرئيسيين والوسطاء وذلك وفقاً للقواعد التي ينص عليها القانون واللوائح.

-يجوز للجنة البورصة أن تقرر وبأغلبية أعضائها، إذا حدثت ظروف خطيرة، وضع وتعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية المتداولة وبأسعار الإقفال لليوم السابق على القرار، ويتم إبلاغ القرار للوزير المختص ويحق له الموافقة أو الرفض.

<sup>7</sup> حنفي، عبد الغفار "الاستثمار في الأوراق المالية- أسهم - سندات - وثائق استثمار" -الدار الجامعية، الإسكندرية -مصر -ص 69،

2- مكتب لجنة البورصة: ويساعد لجنة البورصة للقيام بعملها فضلاً عن العمل الإداري وتنظيم أعمال اللجنة وجدول الأعمال.

3- الجمعيات العامة: وتعد من أهم العناصر حيث يتم من خلال جلساتها السنوية وقراراتها تحديد شكل البورصة واتجاهاتها، وتتكون من أعضاء البورصة جميعهم المنظمين أو العاملين.<sup>8</sup>

مما تقدم تتضح ماهية أسواق الأوراق المالية بشكل يتناسب وحجم الدراسة والهدف. وبناء على ذلك يمكن تحديد دور تلك الأسواق في النشاط الاقتصادي وفقاً للاتجاهات الآتية:

- 1- إنها وسيلة استقطاب و تفعيل مهمة جداً للأموال غير المستثمرة .
- 2- تحقق موازنة بين قوى العرض وقوى الطلب من خلال المعاملات والمبادلات التي توفرها آليات السوق .
- 3- تعمل على توفير التمويل للمشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع، ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.
- 4- توفر فرص عمل لشريحة كبيرة من الأفراد المستثمرين.
- 5- توفر مقياس مهم وعادل لأداء الشركات من خلال قياس تغيرات قيم أسهمها .

### المبحث الثالث/ ماهية الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة

شهد الاقتصاد العالمي طيلة النصف الثاني من القرن الماضي إلى اليوم جملة من الأزمات الظرفية المتعاقبة ومن بينها الأزمة المكسيكية سنة 1982، وأزمة البورصة الأمريكية في أكتوبر 1987، والأزمة اليابانية سنة 1990، والأزمة الآسيوية سنة 1997 وآخرها وأبرزها الأزمة المالية الراهنة سنة 2008، وقد تبين بشكل حاسم أن الأزمات الاقتصادية الكبرى في نظام العولمة تنتقل بشكل سريع من سوق مالية إلى أخرى وذلك بالنظر إلى الترابط الهيكلي فيما بينها جميعاً.

وكما تعددت مفاهيم وتصنيفات الأزمات المشار إليها فإن مفاهيم الأزمة المالية تنوعت بتنوع اتجاهاتها إلا أن "من المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية، هو أن الأزمة المالية هي اضطراب

<sup>8</sup> العريبي، عصام فيد"الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)"سلسة الرضا للاستثمار والعلوم المصرفية، دار الرضا للنشر، ص27-28، 2008

حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى.<sup>9</sup> فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة فإن ذلك قد يعني إفلاس المؤسسات أو انهيار قيمتها التي تملكها، فمثلاً إذا حصل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في قيمة عملة دولة ما أو في سوق العقارات أو في مجموعة من المؤسسات المالية فإن الأثر سيمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.<sup>10</sup> ومن حيث الأهمية والتنوع وسرعة انتقال الأثر في كل مفاصل دوائر الأزمة وكذلك صعوبة المعالجة، نجد أن الأزمات المتعلقة بالاقتصاد تقفز في صدارة تلك الأزمات المشار إليها، وهي تأخذ تصنيفات وأنواعاً متعددة لعل من أهمها الأزمات المالية التي تقسم إلى ما يأتي:<sup>11</sup>

1. الأزمات المصرفية: تحدث هذه الأزمة عندما يقوم البنك بإقراض معظم الودائع لديه أو تشغيلها ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، ومن ثم فإنه لن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبذلك يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية "Systematic Banking Crisis". وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان أو Credit Crunch. وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك "Gurney & Over end" وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار "بنك الولايات المتحدة Bank of United States" في عام 1931 وبنك "Bear Stearns".

2. أزمات العملة وأسعار الصرف: تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر في قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات Balance of Payments Crisis. وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، ومن ثم تحدث أزمة قد تؤدي إلى انهيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند، وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997. وفي هذا الصدد فإن بعض تلك الأزمات لها أثر محدود في

<sup>9</sup> حمزات، محمد - الأزمة المالية المفهوم والأسباب - دراسة منشورة على الموقع [www.syrianeconomic.com](http://www.syrianeconomic.com)

<sup>10</sup> علوش، ابراهيم - نحو فهم منهجي للأزمة المالية الدولية - دراسة منشورة على الموقع [www.mobile.ahjazeera.net](http://www.mobile.ahjazeera.net)

<sup>11</sup> محمد حمزات - الأزمة المالية المفهوم والأسباب - دراسة منشورة على الموقع [www.syrianeconomic.com](http://www.syrianeconomic.com)

القطاع غير المالي، أمّا بعضها الآخر فيؤدي دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.

3. أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات": تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble". حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهم على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل.

## الفصل الثاني / لماذا وما هي انعكاسات الأزمة؟

### المبحث الأول/لماذا حدثت الأزمة ؟

قد نتفق أو نختلف في حجم الصدمة التي أحدثتها أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الأمريكي والأوروبي، وكذلك على الدول المرتبطة بهما اقتصادياً، ولكن ما لا يختلف عليه الجميع أن هذه الصدمة خلفت مجموعة من الدروس المستفادة يمكن الخروج بها من أسباب وقوعها، وكذلك كيفية التعامل معها.

قيل: إنَّ الأزمة المالية العالمية اندلعت إثر انهيار بنك ليمان برانرز الأمريكي في مطلع سبتمبر من عام 2008 الذي أدى انهياره إلى سلسلة من الانهيارات في المؤسسات العاملة في مجال الائتمان والرهن العقاري في الولايات المتحدة وأوروبا. وقد امتد نطاق تأثير الأزمة إلى البورصات والمؤسسات المصرفية العالمية، وبلغت حجم الخسائر في الولايات المتحدة وحدها نحو تريليوني دولار، في حين خسرت البورصات العربية حتى نهاية تعاملات الأسبوع الماضي 20% من قيمتها، أي نحو 200 مليار دولار بحسب تقارير إعلامية. وقد سارعت البلدان المتضررة، وعلى رأسها الولايات المتحدة إلى طرح برامج إنقاذ عاجلة؛ حيث بلغ حجم خطة الإنقاذ الأمريكية وحدها نحو 700 مليار دولار كأموال تضخ في البنوك المتعثرة، وتدعم السيولة المفقودة في الأسواق، بينما بلغ حجم الخطة الألمانية 500 مليار والبريطانية أكثر من 350 ملياراً. إلّا أنَّ أسباب حدوث الأزمة متعددة لا يمكن حصرها فيما جرى لذلك البنك ومع ذلك فإنَّ الأسباب توحدت في تحديد أن أحد أهم أسبابها الهيكلية وهو التنامي السريع للمضاربة في أسواق الأوراق المالية، ويعزى ذلك إلى عاملين أساسيين

وهما: ارتفاع نسب الفائدة وتقلص معدلات التضخم المالي، وتتسم "المضاربة" بميزتين على الأقل، وهما:

أولاً: طبيعة الممارسين لها: فالمضاربون في أسواق الأوراق المالية العالمية هم بالأساس "محترفون": (بنوك استثمار، صناديق التقاعد و الضمان الاجتماعية الخاصة.....) وهذا ما يؤدي لا محالة إلى ارتفاع محسوس في القيمة المالية للعمليات والصفقات المالية محل المضاربة. ثانياً: طبيعة المضاربة ذاتها: إذ هي تتسم أحياناً بشكل يعتمد أقصى المخاطر الممكن اتخاذها مع تقليص هامش الأمان فيها إلى أدنى النسب .

والسبب الآخر يعود إلى هشاشة القطاع المصرفي العالمي الذي اتفق الخبراء الاقتصاديون عليه، مرتكزين في ذلك بالخصوص على حالة المصارف اليابانية، والألمانية والأمريكية، فبنوك الاستثمار الأمريكية قد تأثرت سلباً بجملة من الفضائح المالية من أهمها إفلاس شركتي "World com" و "Enron" مع رفض شركات التأمين تعويض خسائر بنك "merryl Lynch" الناتجة عنها، هذا فضلاً عن الروابط الوثيقة الجامعة ما بين المصارف و مؤسسات التأمين الأمريكية؛ مما يجعل هشاشة القطاع المصرفي مؤثرة بدورها على قطاع التأمين (إفلاس مؤسسة التأمين "Cones co" = 63 مليار دولار، و الصعوبات الهيكلية العميقة لأكبر مؤسسة تأمين أمريكية AIG). كما أن أحد أهم أسباب الأزمة المالية العالمية يرتبط بغياب آليات الرقابة والمتابعة للأسواق المالية العالمية أو ضعفها، ويضيف إليها بعضهم الدور المحدود للبنوك المركزية الغربية في تنظيم أسواق الأوراق المالية التي اكتفت فقط بدور توجيهي.

إن سرعة اندفاع أصحاب الأموال للبحث عن أماكن لتوظيفها بعيداً عن القطاع الصناعي الذي لم يعد الاستثمار فيه ذا جدوى كبيرة، بما تدر عليهم إيرادات كبيرة خارج القطاع الصناعي، وقد وجدوها في مجال أسواق المال وهو مجال اقتصادي وهمي افتراضي في جانب كبير منه، ولا بد من أن يتبدد الوهم طال الزمن أو قصر، والأزمة الاقتصادية العالمية الحالية سوف تستمر إلى أن يتبخر ما هو وهمي افتراضي في أسواق المال وذلك عن طريق تخفيض قيمة الدولار الأمريكي بشكل ملحوظ. ويؤكد الخبير الاقتصادي الروسي أن هذا ما سيحدث في الأعوام القليلة المقبلة. ولا يمكن أن يدخل الاقتصاد العالمي إلى مرحلة جديدة من النهوض لمجرد أن يتحرر مما يسميه الخبراء بالفقاعات

المالية، بل يتطلب الأمر قاطرة جديدة تجر الاقتصاد العالمي إلى سكة التقدم ثانية. وقد تتمثل هذه القاطرة في التكنولوجيا الحيوية أو التكنولوجيا الطبية الجديدة أو صناعة المواد بمواصفات محددة<sup>12</sup>.

إنَّ الانهيار المسبب للأزمة المالية والاقتصادية يحصل عادة نتيجة حدوث خلل بالأسعار (فقاعة سعرية) نتيجة لبيع أو شراء كميات ضخمة من الأصول المالية أو المادية كالعقارات والأسهم بأسعار تزيد كثيراً عن أسعارها الحقيقية وهذا ما يسمى بالفقاعة وتلك الفقاعات تحدث عادة في أسواق المضاربة أي البيع والشراء بقصد المتاجرة وليس بقصد الاستخدام. ومن ثمَّ أجمع الكتاب على أنَّ السبب الرئيسي لحدوث الأزمة المالية يعود إلى سوق العقارات، من خلال التمويل والرهانات العقارية التي منحت إلى المستهلكين أو الأفراد الذين عجزوا في مراحل متقدمة عن السداد. وعلى صعيد متصل فإنَّ أزمة الرهون العقارية (الفقاعة العقارية) التي انفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية في آب أغسطس 2008 تعدُّ أبرز ما تمخض عن الأزمة بل هي أوضح صورها وهي بداية ظهور الأزمة على مستوى العالم ككل.<sup>13</sup>

كما ورد أنَّ هذه الأزمة تعود إلى عام 2006 ونشوب ما سمي بـ "أزمة القروض العالية المخاطر" التي أدخلت القطاع المصرفي والبنكي الأمريكي في دوامة الخسائر والاضطرابات، بسبب إقدام العديد من المصارف المختصة في قطاع العقار على منح قروض لمنات الآلاف من المواطنين ذوي الدخل المحدود، متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر، ومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية، وجد عدد كبير من الأمريكيين أنفسهم عاجزين عن تسديد قروضهم، وازداد عددهم مع مرور الأشهر ليخلق جواً من الذعر والهلع في أسواق المال وفي أوساط المستثمرين في قطاع العقار. كما أسهمت الشركات المساهمة كذلك في حدوث الأزمة من خلال تداول أسهمها في البورصة، فتصبح قيمة هذه الشركة أضعاف قيمتها الحقيقية نتيجة للمضاربة على أسهمها، وبذلك انقسم الاقتصاد الرأسمالي إلى نوعين من الاقتصاد:

الأول: هو الاقتصاد الفعلي، وفيه يكون إنتاج السلع والخدمات الفعلية وتسويقها.

الثاني: هو الاقتصاد المالي، وهو ما يسميه بعضهم بالاقتصاد الطفيلي القائم على الشركات المساهمة والبورصات وأسواق الأوراق المالية التي يتم فيها بيع وشراء الأسهم والسندات، والبضائع

<sup>12</sup> كوبياكوف، اندريه "الأزمة الاقتصادية العالمية تدوم حتى عام 2015 دراسة منشورة على الموقع CNNArabic.com

<sup>13</sup> فارس، هيثم "البحث عن أسباب الأزمة المالية" نشرته وكالة أنباء الشرق الأوسط، موقع قناة فرانس 24، سى ان ان، موقع

قناة الجزيرة والموقع الإلكتروني [www.masrawy.com](http://www.masrawy.com)

دونما شرط التقابض للسلع بل تشتري وتباع مرات عدة ، دون انتقالها من بائعها الأصلي، وهو نظام باطل يُعَدُّ المشكلة ولا يحلها، حيث يزيد التداول وينخفض دون تقابض بل دون وجود سلع...، كل ذلك يشجع المضاريات والهزات في الأسواق، وهكذا تحدث الخسائر والأرباح بطرائق شتى من النصب والاحتيال وقد تستمر وتستمر قبل أن تنكشف وتصبح كارثة اقتصادية.<sup>14</sup>

ارتبطت جذور الأزمة أيضاً وبصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، خاصة في ظل التغاضي عن السجل الائتماني للعملاء وقدرتهم على السداد حتى بلغت تلك القروض نحو 1,3 تريليون دولار في مارس 2007م، وتفاقت تلك الأزمة مع حلول النصف الثاني من عام 2007، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، وكان من نتيجة ذلك تكبد أكبر مؤسستين للرهن العقاري في أمريكا وهما "فاني ماي" و "فريدي ماك" خسائر بالغة حيث تتعاملان بمبلغ ستة تريليونات دولار، وهو مبلغ يعادل ستة أمثال حجم اقتصاديات الدول العربية مجتمعة. وأما فقاعة بيع الديون فجاءت من خلال "توريق" أو "تسنيذ" تلك الديون العقارية وذلك بتجميع الديون العقارية الأمريكية وتحويلها إلى سندات وتسويقها من خلال أسواق الأوراق المالية العالمية. وقد نتج عن عمليات التوريق زيادة في معدلات عدم الوفاء بالديون لرداءة العديد من تلك الديون، مما أدى إلى انخفاض قيمة هذه السندات المدعومة بالأصول العقارية في السوق الأمريكية بأكثر من 70 في المئة.<sup>15</sup>

### المبحث الثاني/أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة:

شهدت أسواق الأوراق المالية تغيرات كبيرة لم تحصل منذ مدة طويلة، ويمكن الاستدلال عليها من خلال مؤشرات تلك الأسواق نفسها ومؤشرات المؤسسات والمنظمات الاقتصادية المكونة لها أو التي تتحرك فيها، وأعادت هذه الأزمة إلى الأذهان اقرب الأزمات في أسواق المال العالمية تلك التي حدثت في يوم الاثنين الموافق 19 أكتوبر من عام 1987، وذلك بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل أيضاً في أسواق العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل

<sup>14</sup> عاهد ناصر الدين "الأزمة الاقتصادية العالمية .. أسباب وحلول" دراسة منشورة على الموقع [www.alwatanvoice.com](http://www.alwatanvoice.com)

<sup>15</sup> دوايه ب، أشرف محمد "الأزمة الاقتصادية العالمية .. الطريق الأول هو الحل" دراسة منشورة على الموقع [islamonline.net](http://islamonline.net)

من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل فعندما فتحت بورصة نيويورك أبوابها تدافع المتعاملون لبيع أعداد كبيرة جداً من الأوراق المالية التي بحوزتهم، وقد نجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في ذلك اليوم حتى أن مؤشر «داو جونز» الصناعي الذي يقيس تطور 30 شركة أمريكية خسر 299 نقطة في أقل من ساعتين من بدء التعامل في السوق، وبنهاية ذلك اليوم كان هذا المؤشر قد فقد 32.508 نقطة، وما حدث في ذلك اليوم من انهيار في أسواق الأوراق المالية يعدّ ضعف الانهيار الذي حدث في عام 1929 في أثناء الكساد العظيم، إذ خسر مؤشر «داو جونز» في يوم الاثنين الأسود ضعف ما خسره في عام 1929<sup>16</sup>

كان للأزمة الاقتصادية الراهنة التي ولدت وترعرعت في أحضان أسواق الأوراق المالية انعكاسات كبيرة، فقد شهدت الموازنة الأمريكية عجزاً قياسياً نهاية الشهر السادس من 2009 ليسجل رقماً مقداره 189,7 مليار دولار، ولم تكن الدول الكبرى الأخرى بمنأى عن الآثار، حيث توقع خبراء مصرف كوميرتس (بنك ألماني) أن تكلف الأزمة المالية الراهنة الاقتصاد العالمي أكثر من 10 تريليون دولار حتى نهاية العام الحالي. وقدّر هذا المصرف خسارة المؤسسات المالية في العالم بنحو تريليون و600 مليار دولار من هذه الخسائر عبر شطب أصول بنكية وإفلاس كثير من البنوك جراء الأزمة، أما خسائر قطاع العقارات في الولايات المتحدة وبريطانيا فبلغت نحو 4 تريليون و650 مليار دولار. كما تسببت الأزمة الاقتصادية الحادة بخسائر تقدر بنحو 4 تريليون و200 مليار دولار خلال عام 2009 فقط. وتشير حسابات "بنك كوميرتس" إلى أن نصيب كل شخص من سكان العالم من هذه الخسائر يبلغ أكثر من 1500 دولار.<sup>17</sup> وإن أوروبا الغنية تتوقع، حسب تقديرات خبراءها، بأنّ عامين قادمين 2009 و2010 عسيران على مستوى النمو الاقتصادي، فما بالك بالبلدان الفقيرة في إفريقيا وآسية وغيرهما؟!<sup>18</sup> وعليه فإن الاتحاد الأوروبي ضاعف القروض المنقذة لاقتصاديات أوروبا الشرقية لتصل إلى 67 مليار \$، فضلاً عن قيام المركزي الأوروبي بإقراض البنوك التجارية 622 مليار \$ بفائدة متدنية لإنقاذها من الانهيار. وهذه القروض والمنح بضخامتها تدل على خطورة الأزمة وشموليّتها. كما "تضررت الإمدادات النفطية من المناطق الناضجة Mature Regions مثل روسيا وأمريكا الشمالية وبحر الشمال بصورة كبيرة منذ تفاقم الأزمة في الخريف الماضي لعام 2009 و2010.

<sup>16</sup> رمضان الشراح "الأزمات المالية العالمية - أسبابها آثارها على الاستثمار في الكويت" ملخص كتاب منشور على الموقع [www.arrouiah.com](http://www.arrouiah.com)

<sup>17</sup> محمد، هشام "عام على أزمة المال... العالم بانتظار الأسوأ" دراسة منشورة على الموقع [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net)

<sup>18</sup> مخلوف، د. محمد - الأزمة المالية الثابت والمتحول - دراسة منشورة على الموقع [www.alaswak.net](http://www.alaswak.net)

ومن الواضح أن بعض النفقات الرأسمالية في ميزانيات Budgets الشركات النفطية قد تم تقليصها بصورة كبيرة، كما أن المشاريع الحالية هي الأخرى تعاني التأخير<sup>19</sup> كما انعكست الأزمة بتداعياتها على الاقتصاد العربي داخليا في أسواق الأوراق المالية التابعة لها ويحكم تأثر الشركات والمصارف العاملة في البورصات بسبب نقص السيولة فيها، وخارجيا على خلفية "لجوء العديد من الحكومات والأفراد والشركات إلى إيداع فائض ما توفر لديهم من أموال النفط، في المصارف الأوروبية والأمريكية، ويتم التداول الآن بأرقام خيالية من الأموال العربية في الخارج، على شكل إيداعات أو استثمارات أو سندات خزائنة أو أسهم، وتحاط الأرقام الحقيقية بسرية تامة، خاصة الحسابات في المصارف، إلا أن الأرقام تشير إلى وجود (283 ألف حساب مصرفي) لعرب غير مقيمين في الولايات المتحدة وحدها. وتقول بعض الأرقام "إنَّ مجمل التوظيفات والودائع السعودية التابعة للحكومة ومؤسسات خاصة وأفراد، يقارب في الولايات المتحدة وحدها 500 مليار دولار يقابلها 250 مليار دولار لدول التعاون الخليجي".<sup>20</sup> ومن المواقع العربية الأخرى التي تأثرت بهذه الأزمة هي مصر والأردن والمغرب وتونس وليبيا وموريتانيا والخليج. فضلاً عن مضار سياسة الركود، فإن الأرقام الأخيرة تشير إلى وصول سبعة آلاف شاب عاطل عن العمل إلى لبنان، بينهم ثلاثة آلاف صرفوا من مؤسسات في الخليج من أثر الأزمة. ومن المتوقع أن يتضاعف هذا العدد في حال باشرت المصارف الأجنبية في صرف موظفيها في أوروبا.<sup>21</sup> كما تؤكد المؤشرات وجود مخاطر عديدة من المتوقع أن تلم باقتصاديات الدول العربية، ولاسيما الخليجية منها، وعلى عدة أصعدة.. وذلك يعود إلى "ضخامة الاستثمارات العربية في الخارج بنحو 1,4 تريليون دولار، بعضها في شركات الرهن العقاري، وبعضها بالبنوك التي أعلن عن إفلاسها وتم بيعها لبنوك أخرى، وسوف تكون الخسائر العربية في إطار ملكيتها لأسهم أو وجود حصص ملكية مباشرة في هذه البنوك. كما تلقت أسواق الأوراق المالية صدمات كبيرة عبر القطاع العقاري الذي شهد تدفقات استثمارية ضخمة، سواء في بلدان الخليج أو في بلدان عربية أخرى مثل مصر ولبنان والمغرب، بسبب ارتفاع السيولة كنتيجة لارتفاع أسعار النفط بعد 2003 مما أوجد نوعاً من المضاربة على الأراضي والعقارات ما زالت تداعياتها وملامحها قائمة، وتشير بعض التقديرات إلى أن الاستثمارات العقارية في منطقة الخليج وحدها سوف تصل

<sup>19</sup> أبو الصوف، د. نعمت " الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على مستقبل الإمدادات النفطية " دراسة منشورة على موقع الصحيفة الاقتصادية الإلكترونية

<sup>20</sup> الصوراني، غازي " حول الأزمة الاقتصادية وتأثيرها على الأسواق المالية العربية " دراسة منشورة على الموقع [www.nadyelfikr.net](http://www.nadyelfikr.net)

<sup>21</sup> - سليم نصار - قراءة في تداعيات الأزمة المالية على العالم العربي دراسة منشورة على الموقع [www.alquds.com/node](http://www.alquds.com/node)

لحجم 4 تريليون دولار في عام 2010، وأنَّ من المتوقع أن يشهد قطاع العقارات في المنطقة العربية نوعاً من الركود خلال المرحلة المقبلة جراء تلك الاستثمارات، وتأثراً بالأزمة العالمية نظراً إلى ارتباط الاقتصادات العربية بالاقتصاد الأمريكي والدول الغربية بدرجة كبيرة.<sup>22</sup> إلا أنَّ "التأثيرات السلبية المصاحبة للأزمة ظلت محصورة حتى الآن في خفض معدلات النمو ولم تدفع تلك الدول إلى الدخول في حالة من الركود الاقتصادي بعد. وذكرت الدراسة أنها اتخذت خطوات ومواقف متباينة للتخفيف من حدة الأزمة الاقتصادية العالمية. ففي مواجهة تدهور أسعار النفط وانخفاض مستويات التصدير والاستثمارات الأجنبية علاوة على تدني قيمة الأسهم ومن ثمَّ تحويلات العاملين لبلادهم اختلفت طبيعة السياسات التي انتهجتها هذه الدول لمواجهة الأزمة ما بين منظومتين واحدة تتعلق بالتعديل وأخرى بالتمويل.<sup>23</sup> "وإذا كانت الولايات المتحدة الأمريكية والدول الغربية قد حاولوا إنقاذ ما يمكن إنقاذه بالتخلي عن سياسة السوق الحرة والتدخل لحماية بعض مؤسساتها المالية الكبرى، وهو ما لمسناه في الخطوة التي اتخذتها أمريكا بتأميم شركتي الرهن العقاري (فريدي ماك وفاتي ماي)، فإنه من المؤسف أن صناعات السياسة الاقتصادية ومتخذي القرار في المنطقة العربية عندما قيدوا أنفسهم بالاقتصاد الأمريكي والغربي لم يسعوا لوجود مساحة تسمح لهم بالاستقلالية وتخفيف حدة المخاطر، فلم نسمع حتى الآن عن إجراءات اتخذت للتخفيف من حدة المخاطر المتوقعة حدوثها. فهل تفيق الدول العربية وتستوعب الدرس، نتمنى أن يحدث ذلك سريعاً، خاصة أن الأزمة ستظل تداعياتها مستمرة مدة طويلة، وربما يكون القادم أسوأ، حسب رأي كينيث روجوف أستاذ الاقتصاد بجامعة هارفارد والخبير السابق بصندوق النقد الدولي.<sup>24</sup>

أمَّا على صعيد التداعيات على مستوى المنظمات الاقتصادية (شركات ومصارف) التي تتأثر وتتوثر بأسواق الأوراق المالية فمن المتوقع أن تشهد شركات الطيران العالمية خسارة مقدارها 9 مليار \$ في نهاية هذا العام، كما تلقت بوينغ وهي من أكبر شركات الطيران بفسخ عقود الشراء منها لما يقرب 787 طائرة، وأمَّا شركات السيارات الكبرى في العالم فهي الأخرى تلقت صفعات كبيرة منها شركة جنرال موتورز التي قدمت طلباً رسمياً لإشهار إفلاسها لحماية نفسها من الدائنين بعد اعتزامها بيع وحدة تصنيع هامر لشركة سيتشوان الصينية بعد أن حصلت على قرض إضافي بقيمة 4مليار \$

<sup>22</sup> الصاوي، عبد الحافظ "أزمة الرهن العقاري.. كآس وكل العرب شاربه" دراسة منشورة على الموقع [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net)

<sup>23</sup> معهد كارنيغي للسلام كيف أثرت الأزمة الاقتصادية على العالم العربي "دراسة منشورة على موقع [www.google.com](http://www.google.com)

<sup>24</sup> الصاوي، عبد الحافظ "أزمة الرهن... مصدر سبق ذكره

من وزارة الخزانة الأميركية، كما تكبدت تويوتا خسائر سنوية مقدارها \$4.4، أمّا فيما يتعلق بشركات الاتصالات فلم تسلم هي الأخرى من تداعيات الأزمة المالية العالمية حيث انخفضت مبيعاتها بنحو 9% الأمر الذي اضطر كبرى شركات الاتصال وهي كيوتل إلى اللجوء لإصدار سندات اقترض بمبلغ 5 مليار\$. ومن تداعيات الأزمة أيضاً، فقد أغلقت ما يقرب 140 بنداً أبوابها في أميركا منذ بداية الأزمة كل تلك الأحداث التي عصفت بأميركا أولاً "اضطرت أوباما إلى تقديمه أكبر خطة من نوعها منذ الثلاثينيات لإصلاح نظام أميركا المالي. كما " أن الأزمة المالية، والتراجع الاقتصادي الذي تشهده الولايات المتحدة الأميركية والعالم دفع بالأمريكيين إلى العودة إلى ثقافة الادخار"<sup>25</sup>،

شهد العالم أجمع تسريحاً كبيراً من الأعمال، وتوقعت منظمة العمل الدولية فقدان 50 مليون وظيفة في نهاية العام الحالي كما ارتفع معدل البطالة ليسجل 9,2% بمنطقة اليورو في نهاية أبريل بعد أن فقد 1.2 مليون موظف عملهم في الربع الأول من العام نفسه.<sup>26</sup> مما أدى إلى انخفاض حاد في التحويلات المالية التي تمثل ما يعادل 6% من إجمالي الناتج الاقتصادي للبلدان منخفضة الدخل، وانخفضت نسبة التحويلات من 5 إلى 8% خلال عام 2009 حسب تقديرات البنك الدولي، من جانب آخر توقع صندوق النقد الدولي أن تنخفض المساعدات الأجنبية التي تقدم لأفقر 71 بلداً بنحو 25% هذا العام بعد أن بلغت أقصاها عام 2008 حيث وصلت إلى 120 مليار دولار أمريكي. وقد وصلت أعداد المجاعة إلى ما يزيد على مليار شخص، وهذا يعني أن واحداً من بين كل سبعة أشخاص ينضم إلى صفوف الجوعى يومياً دون أن يعرف متى أو كيف سيحصل على الوجبة التالية، في هذا العام زادت أعداد المجاعة بنحو 100 مليون شخص مقارنة بالعام الماضي.<sup>27</sup>

إنّ ما تم عرضه من انعكاسات شملت مختلف النشاطات الاقتصادية أوضح بشكل كبير حجم الآثار التي نجمت من جراء الأزمة الاقتصادية الراهنة، إلّا أنّ أبرزها وأوضحها تلك التي طالت أسواق الأوراق المالية في مختلف بقاع العالم، وقد تم الاستدلال على تلك التغيرات بصورة جلية من خلال مؤشرات قياس تستخدم للتعرف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وإنّ تلك المؤشرات التي من أهمها (مؤشر داو جونز وناسداك ونيكاي) لابد أن يتوفر فيها عدد من "الخصائص التي تؤمن استخدامها وتعطي الثقة بنتائجها وأهمها:

#### 1- حجم العينة الذي يجب أن يكون كبيراً.

<sup>25</sup> الأزمة المالية تدفع الأميركيين للادخار - صحيفة نيويورك تايمز دراسة منشورة على الموقع [WWW.aljazeera.net](http://WWW.aljazeera.net)

<sup>26</sup> الأزمة المالية تدفع الأميركيين... مصدر سبق ذكره

<sup>27</sup> محمد، هشام "عام على أزمة المال.. مصدر سبق ذكره

2- أن تعبر عن المجتمع الذي سحبت منه بتشكيلاته كلها.

3- الترجيح بمعنى أن يعطى وزن ترجيحي إلى كل عنصر (السهم أو السند) يدخل في العينة.

4- أن تكون وحدات القياس ملائمة.<sup>28</sup>

كما أن تلك المؤشرات تقيس وتحدد التغيرات في أسواق الأوراق المالية بشكل آني ومستمر، وعلى الرغم من كل الإجراءات إلا أنها لم تمنع انتشار الأزمة عالمياً وقد عبرت عن نفسها في تراجع أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونك كونج وأندونيسيا وسنغافورة وتايوان والبورصة اليابانية، وكان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية حيث أعلنت البنوك في الصين أنها لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي، أما في أربا فقد وصف المحللون الماليون الأزمة هناك بأنها أزمة خطيرة تهدد النظام المالي الأوروبي ولكنها ليست كارثية فقد تراجعت أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدانمارك وفنلندا واتخفض مؤشر (فاينانشيال تايمز) وداكس البريطاني وكاك 40 الألماني وفوستي الفرنسي وميبتل البريطاني وتوبكس الإيطالي وناسداك وداو جونز<sup>29</sup> وقد كانت قراءات أهم تلك المؤشرات في الفترة المختارة تعبر عن ضخامة التأثير "الذي طال سوق الأسهم بدرجة كبيرة من جراء الأزمة المالية مما أدى إلى أن تسجل تلك المؤشرات هبوطاً وفقاً لذلك، أما الجانب العربي فلم يكن في منأى عن التأثير باتجاه الهبوط، وانخفضت متأثرة بالأزمة المالية العالمية مثلها مثل جميع البورصات وأسواق المال العالمية، تأثرت أسواق مصر والسعودية وتأثرت كذلك أسواق الإمارات المالية ف قد تأثرت بورصة الإمارات بدرجة كبيرة أما سوق أبو ظبي فكان أقل حدة منه.

وعلى خلفية التداعيات الكبيرة لتلك الأزمة وعدم تناسب قدرة المؤسسات لإدارة الأزمة وتلافيها لشموليتها وضخامة الخسائر والتداعيات التي نجمت عنها ومنها. فإن الأزمة المالية الراهنة التي انطلقت من العرين الليبرالي الأميركي "قد هزت القناعات، وقبلها المواقف، إذ رأينا العديد من رؤوس الدول وأصحاب القرار الذين كانوا حتى أمس القريب من أكثر المعجبين بالموديل الأميركي بسبب ما يؤمنه تحديداً من الحرية الاقتصادية، بعيداً عن تدخل الدولة، قد تراجعوا اليوم كي يطالبوا بتعزيز دور هذه الدولة في مجمل العملية الاقتصادية كي تؤمن استتباب النظام"<sup>30</sup>.

<sup>28</sup> Jack Clerk .Francis. Investments. New York McGraw-Hill international editions1991.pp183-190

<sup>29</sup> الداوي، الشيخ "الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها" دراسة مقدمة لمؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور

النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي -جامعة الجنان -لبنان 13-14 آذار 2009 ص12-13

<sup>30</sup> د.محمد مخلوف -مصدر سبق ذكره

## المبحث الثالث - الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً - الاستنتاجات:

- 1- تحتل أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً وكبيراً ولاسيما أنها وسيلة استقطاب وتفعيل للمدخرات أو الأموال غير المستثمرة من خلال طرحها على شكل أسهم أو سندات وتكون مهياً للطلبات الاستثمارية ويتحقق من خلالها موازنة بين قوى عرض وطلب تلك الأموال، كما يتم فيها إعادة طرح وبيع الأسهم والسندات المملوكة للمشاريع القائمة لأغراض إعادة الرسملة فضلاً عن أنها توفر فرص عمل لشريحة كبيرة من المستثمرين.
- 2- إنَّ الانهيار في أكبر اقتصاديات العالم وهو الاقتصاد الأمريكي كان سببه الأهم هو حدوث خلل بالأسعار (فقاعة سعرية) نتيجة لبيع أو شراء كميات ضخمة من الأصول المالية أو المادية كالعقارات والأسهم بأسعار تزيد كثيراً على أسعارها الحقيقية وهذا ما يسمى بالفقاعة وتلك الفقاعات تحدث عادة في أسواق المضاربة أي البيع والشراء بقصد المتاجرة وليس بقصد الاستخدام وتوليد الدخل.
- 3- أدت المبالغة في المضاربة بأسهم الشركات المساهمة والمصارف إلى ارتفاع أسعارها بشكل كبير وتداولها في البورصة فتصبح قيمة هذه الشركة أضعاف قيمتها الحقيقية، وهذا معناه بيع أو هام لا أكثر وقد أسهم كذلك في حدوث الأزمة المالية.
- 4- كان من أسباب حدوث الأزمة هو قيام المصارف بإقراض الأفراد لأغراض الإسكان دون أية ضمانات ودون أية ملاءة مالية .
- 5- ضعف وهشاشة القطاع المصرفي العالمي كان له أثر كبير على أسواق الأوراق المالية ، بسبب ما حدث للمصارف اليابانية، الألمانية والأمريكية، على خلفية تأثرها سلباً بجملة من الفضائح المالية من أهمها إفلاس كثير من الشركات منها شركتا "World com" و "Enron" من جانب مع عدم استجابة كثير من شركات التأمين تعويض تلك الخسائر من الجانب الآخر، ومع ذلك فإن قطاع التأمين خسر كثيراً وكما حدث لمؤسسة التأمين "Cones co" التي خسرت 63 مليار دولار، والصعوبات الهيكلية العميقة لأكثر مؤسسة تأمين أمريكية AIG .

- 6- إنَّ أحد أهم أسباب الأزمة المالية العالمية يرتبط بغياب أو ضعف آليات الرقابة و المتابعة للأسواق المالية العالمية ويضيف إليها بعضهم الدور المحدود للبنوك المركزية الغربية في تنظيم أسواق الأوراق المالية التي اكتفت فقط بدور توجيهي يقتصر على ضبط نسب الفائدة .
- 7- للأزمة المالية آثار متنوعة وشاملة يستدل عليها من خلال العديد من مؤشرات الانكماش الاقتصادي في جميع أنحاء العالم وإمكانية تنامي معدلات الكساد العالمي وكذلك ارتفاع أسعار السلع الأساسية وارتفاع الذي قاد بدوره إلى ارتفاع أسعار الغذاء (نتيجة لاعتماد إنتاج الغذاء على إنتاج الوقود) وأدت تلك الأزمة بدورها إلى الذهاب بالعديد من بنوك الاستثمار الراسخة إلى الإفلاس ، وازدادت البطالة .
- 8- تنوعت وتعددت الأزمات الاقتصادية حيث ابتدأت بالأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو وانتهت بانتشار الأزمات في مناطق العالم الأخرى.
- 9- إن أهم ما تمخض عن الأزمة المالية هو الاعتراف بل الاضطرار إلى توجيه الدعوة المباشرة للدولة للتدخل من أجل إنقاذ الحرية الاقتصادية في تناقض كبير بين آلية عمل الاثنين باختلاف الأنظمة الاقتصادية؛ وبذلك ارتفعت أهمية تدخل الدولة في مختلف الاقتصاديات العالمية من أكبرها إلى أصغرها.
- 10- إنَّ الآثار السلبية التي طالت أسواق الأوراق المالية من جراء الأزمة المالية كانت حافزاً للدول والمؤسسات معاً على القيام بإعادة النظر بأسس التقييم المعتمدة لديها وتقليل الاعتماد على العالم الخارجي في التمويل (القروض والمساعدات ) .
- 11- إنَّ أسواق الأوراق المالية العربية لن تشهد الاستقرار نظراً إلى احتوائها على عدد كبير من المستثمرين الأجانب الذين دائماً يقومون بتسييل محافظهم المالية بهدف تدعيم مراكزهم المالية في دولهم .

## ثانيا - التوصيات:

- 1- يتطلب دخول الاقتصاد العالمي إلى مرحلة جديدة من النهوض تتمثل في التكنولوجيا الحيوية أو التكنولوجيا الطبية الجديدة أو صناعة المواد بمواصفات محددة أي الصعود في قاطرة جديدة تجر الاقتصاد العالمي إلى سكة التقدم مرة أخرى.

- 2- لتلافي حدوث الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "البفقاعة" "bubble" حيث يصبح انهيار أسعار الأصل واردة جداً بسبب وصولها إلى أسعار مرتفعة جداً من جراء المضاربة لابد أن تكون هناك وسائل وأدوات رقابة محكمة لتلك الأسعار والحد من تكونها.
- 3- على إدارات المصارف المختصة وخصوصاً في قطاع العقار عدم الإقدام على منح قروض للأفراد، دون اتباع قاعدة الحذر وتقييم المخاطر المتوقع حدوثها وخصوصاً الاحتياط لطلبات السيولة المفاجئة للمودعين.
- 4- توجيه الاهتمام إلى الائتمان المصرفي ووضع الأدوات والآليات المناسبة لزيادة الودائع الثابتة وودائع التوفير، وعادة ما يتم ذلك من خلال التحكم بأسعار الفائدة .
- 6- إيجاد فرص عمل بغرض معالجة البطالة الناتجة عن الأزمة المالية، من خلال تنشيط فرص الاستثمار وفق أسس تتجاوز ما مر به العالم من أخطاء وخاصة في الاقتصاديات الرأسمالية.
- 7- الموازنة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية إذ لابد أن تتناسب أو تتساوى قيم الالتزامات مع قيم الأصول المتاحة للمؤسسة المالية لتلافي المخاطر التي قد تتعرض لها على خلفية عدم التناسب أو الموازنة المشار إليها ومن ثم تتعرض لإمكانية التعثر والإفلاس.
- 8- وضع ضوابط مراقبة لآليات السوق في إدارة الاقتصاد وتشغيله، لتلافي حدوث انحرافات كبيرة بين العرض والطلب يصعب السيطرة عليها، وتركيز الاستثمارات في مجالات الاقتصاد الحقيقي (إنتاج، تبادل).
- 9- تقنين أو وضع ضوابط تنظم عملية فتح أسواق الأوراق المالية أمام الاستثمارات الأجنبية على الرغم من الفائدة الكبيرة الناتجة عن جذب الاستثمارات، ذلك لتلافي الوقوع في فخ السحب السريع للأموال المستثمرة سعياً وراء الربح وتعزيز المراكز المالية، كما أن تلك الضوابط ستؤدي إلى الابتعاد عن الهزات المتوقع حصولها.

## المصادر والمراجع

### الكتب:

1. معوض، نشأت عبد العزيز "بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار" كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 72 فبراير 1994
2. العرييد، عصام فهد "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)" سلسلة الرضا للاستثمار والعلوم المصرفية، دار الرضا للنشر، 2008
3. حنفي، عبد الغفار، عبد السلام أبو قحف "الإدارة الحديثة في البنوك التجارية" الدار الجامعية ببيروت، لبنان 1991
4. حنفي، عبد الغفار "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)" الدار الجامعية - الإسكندرية، مصر، 2005
5. حنفي، عبد الغفار "الاستثمار في الأوراق المالية - أسهم - سندات - وثائق استثمار" الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2006 - 2007
6. البريدي، عبد الله عبد الرحمن "الإبداع يخلق الأزمة" ملخص كتاب منشور على الموقع [www.mahaty.com](http://www.mahaty.com)

### المقالات والبحوث والدراسات:

- 1- مخلوف، د. محمد - الأزمة المالية الثابت والمتحول - دراسة منشورة على الموقع [www.alaswak.net](http://www.alaswak.net)
- 2- حمزات، محمد - الأزمة المالية المفهوم والأسباب - دراسة منشورة على الموقع [www.syrianeconomic.com](http://www.syrianeconomic.com)
- 3- نصار، سليم - قراءة في تداعيات الأزمة المالية على العالم العربي دراسة منشورة على الموقع [www.alquds.com](http://www.alquds.com)
- 4- سيد، أحمد "كيف ندير الأزمات" دراسة منشورة في الموقع الإلكتروني [Kinanaonline.net](http://Kinanaonline.net)
- 5- شومان، محمد "الأزمات وأنواعها" صحيفة الجزيرة السعودية على الانترنت العدد 10325 في 4-1-2001 موقع الصحيفة [www.aljazirah.com](http://www.aljazirah.com)
- 6- الشرجي، فوزي "إدارة الأزمات" دراسة منشورة على الموقع الإلكتروني [www.knoll.Beta](http://www.knoll.Beta)
- 7- علوش، إبراهيم - نحو فهم منهجي للأزمة المالية الدولية - دراسة منشورة على الموقع [mobile.aljazeera.net](http://mobile.aljazeera.net)
- 8- كوبياكوف، اندريه "الأزمة الاقتصادية العالمية تدوم حتى عام 2015" دراسة منشورة على الموقع [CNNArabic.com](http://CNNArabic.com)

- 9- فارس، هيثم " البحث عن أسباب الأزمة المالية " دراسة منشورة على موقع وكالة أنباء الشرق الأوسط، موقع قناة فرانس 24، سى ان ان، موقع قناة الجزيرة والموقع الالكتروني [www.masrawy.com](http://www.masrawy.com)
- 10- عاهد ناصر الدين " الأزمة الاقتصادية العالمية ... أسباب وحلول " دراسة منشورة على الموقع [www.alwatanvoice.com](http://www.alwatanvoice.com)
- 11- دوايه، د. أشرف محمد " الأزمة الاقتصادية العالمية.. الطريق الأول هو الحل " دراسة منشورة على الموقع [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net)
- 12- محمد، هشام "عام على أزمة المال...العالم بانتظار الأسوأ" دراسة منشورة على الموقع [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net)
- 13- أبو الصوف، د.نعمت " الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على مستقبل الإمدادات النفطية "دراسة منشورة على موقع الصحيفة الاقتصادية الالكترونية
- 14- الصاوي، عبد الحافظ "أزمة الرهن العقاري.. كأس وكل العرب شاربه" دراسة منشورة على الموقع [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net)
- 15- معهد كارنيغي للسلام "كيف أثرت الأزمة الاقتصادية على العالم العربي "دراسة مشورة على الموقع [www.google.com](http://www.google.com)
- 16- الأزمة المالية تدفع الأميركيين للادخار - صحيفة نيويورك تايمز دراسة منشورة على الموقع [WWW.aljazeera.net](http://WWW.aljazeera.net)
- 17- الصوراتي، غازي " حول الأزمة الاقتصادية وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية العربية "دراسة منشورة على الموقع [www.nadvelfikir.net](http://www.nadvelfikir.net)
- 18- خضر، حسان "تعريف أسواق الأوراق المالية"دراسة منشورة على موقع المعهد العربي للتخطيط - الكويت [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)
- 19- الداوي، الشيخ "الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها "دراسة مقدمة لمؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور غربي وإسلامي، جامعة الجنان -لبنان -13-14 آذار

2009

## المصادر الأجنبية:

- 1- Jack Clark. Francis. Investments .New York Mc Graw-Hill international editions 1991.
- 2- ZVI B & Alex KANE .Essentials of invesments. 3<sup>rd</sup>.ED. NEW York .Irwin McGraw –Hill. 1998.

تاريخ ورود البحث إلى مجلة جامعة دمشق 2010/2/22.