

جامعة أكلي محند أوالحاج _ البويرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم :العلوم الاقتصادية

الموضوع:

الأزمة المالية العالمية وأثرها على الأسواق المالية العربية
دراسة حالة سوق عمان المالي

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص : اقتصاديات المالية والبنوك

تحت إشراف الدكتور:

* بن ناصر محمد

من إعداد الطالبة:

● حميشي فهيمة

لجنة المناقشة:

د.حداد محمد.....رئيسا

د.بن ناصر محمد.....مشرفا ومقررا

د.آيت عكاش سمير.....مناقشا

السنة الجامعية 2015/2014

كلمة شكر

قال تعالى: "وأما بنعمة ربك فحدث"

قال الرسول صلى الله عليه وسلم: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله ومن أسدى إليكم معروفا فكافتوه فإن لم تستطيعوا فادعوه"

لله الفضل من قبل ومن بعد على ما أنعم وسهل وأرشد، فله الحمد والشكر كله والصلاة والسلام على رسوله الأمين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين.

فإنه يسعدني أن أتقدم بكل معاني الشكر والإحترام والتقدير إلى الأستاذ المشرف "بن ناصر محمد" الذي تفضل بالموافقة على الإشراف على هذه المذكرة وعلى ما قدمه من إرشادات وتوجيهات ونصائح كان لها بالغ الأثر في إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بكل شكري وتقديري إلى الأستاذة أعضاء اللجنة الموقرة الذين وافقوا على مناقشة هذه المذكرة، وعلى ما سوف يقدمونه من توجيهات وتوصيات.

كما أتقدم بأسمى عبارات التقدير والإحترام لكل أساتذتي من الطور الإبتدائي إلى الطور الجامعي.

وما توفيقى إلا بالله عليه توكلت وإليه أنبت.

الإهداء

إلى معنى الحب والتفاني، إلى من كان دعائها سر نجاحي

"أمي العزيزة"

إلى من أحمل إسمه بكل افتخار إلى من علمني العطاء دون انتظار وستبقى كلماتك نجومًا

اهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد

"أبي العزيز"

إلى أخي ورفيق دربي وهذه الحياة بدونك لا شيء.

إلى من تطلعت لنجاحي بنظرات الأمل.

"أخي عيسى"

إلى من رافقتني دائما، ومعها سرت الدرب خطوة وما تزال ترافقي حتى الآن "أختي هنية"

إلى توأم روحي، إلى صاحبة القلب الطيب أختي الغالية "صونية"

إلى من كانوا دعما لي وسندا في هذه الحياة.

أجدادي أطال الله في أعمارهم.

إلى كل العائلة، أخواي، خالاتي، عماتي، أعمامي وزوجاتهم وأولادهم صغيرهم وكبيرهم.

إلى الوجه المفعم بالبراءة، إلى الملاك الصغير "مهند".

كما لا يفوتني أن أشكر صديقات ورفيقات دربي.

وإلى كل من وسعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي.

الفهرس

الفهرس

| | | |
|-------|----------------------|------|
| | كلمة شكر | VII |
| | الإهداء | VII |
| VII | الفهرس | VII |
| | قائمة الجداول | VII |
| | قائمة الأشكال | VIII |
| XIV | قائمة الملاحق | XIV |
| أ-هـ | مقدمة | |
| ب | طرح الإشكالية | |
| ب | الفرضيات | |
| ب | أسباب إختيار الموضوع | |
| ج | أهداف الموضوع | |
| ج | أهمية الموضوع | |
| د | حدود الموضوع | |
| د | المنهج المتبع | |
| د | تقسيمات البحث | |

الفصل الأول: الجوانب النظرية للأزمات المالية.

| | | |
|---|--|--|
| 2 | مقدمة الفصل الأول | |
| 3 | المبحث الأول: أساسيات حول الدورات الإقتصادية | |
| 3 | المطلب الأول: تعريف الدورات الإقتصادية ومميزاتها | |
| 4 | المطلب الثاني: مراحل الدورات الإقتصادية | |
| 5 | المطلب الثالث: أنواع الدورات الإقتصادية | |
| 9 | المطلب الرابع: النظريات المفسرة للدورات الإقتصادية وإستراتيجيات مواجهتها | |

| | |
|----------|---|
| 13..... | المبحث الثاني: أساسيات حول الأزمات المالية. |
| 13..... | المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية وخصائصها. |
| 15 | المطلب الثاني: عناصر ومراحل الأزمات المالية. |
| 17..... | المطلب الثالث: تصنيف وأنواع الأزمات المالية. . |
| 20 | المطلب الرابع: قنوات إنتشار الأزمات المالية..... |
| 22 | المبحث الثالث: أسباب الأزمات المالية، تفسيراتها وسياسات تجنبها. |
| 22..... | المطلب الأول: أسباب الأزمات المالية. |
| 25..... | المطلب الثاني: المؤشرات الإقتصادية للأزمات المالية. |
| 26..... | المطلب الثالث: تفسير الأزمات المالية. . |
| 27..... | المطلب الرابع: آثار الأزمات المالية وسياسات تجنبها. |
| 29 | المبحث الرابع: عرض لأهم الأزمات المالية. |
| 29 | المطلب الأول: الأزمات المالية في الإقتصاديات المتقدمة. . |
| 34..... | المطلب الثاني: أزمة دول جنوب شرق اسيا. |
| 37..... | المطلب الثالث: الأزمات المالية في الدول الأوروبية . |
| 41 | المطلب الرابع: الأزمات المالية في دول أمريكا اللاتينية. |
| 46 | خلاصة الفصل الأول. |

الفصل الثاني: الإطار العام للأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

| | |
|----------|---|
| 48..... | مقدمة الفصل الثاني..... |
| 49..... | المبحث الأول: تقدم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. |
| 49 | المطلب الأول: جذور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008..... |
| 53..... | المطلب الثاني: ظهور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والمحطات التاريخية الكبرى لها..... |
| 56 | المطلب الثالث: خصائص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ومظاهرها. |
| 60 | المبحث الثاني: تشخيص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008..... |
| 60 | المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008..... |
| 64 | المطلب الثاني: إنتقال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وإنتشارها..... |
| 65 | المطلب الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. |
| 71 | المبحث الثالث: أساليب مواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008..... |
| 71 | المطلب الأول: السياسات الإحتوائية القطرية والإقليمية لمواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008..... |
| 73 | المطلب الثاني: التنسيق الدولي لمواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008..... |

| | |
|-----|---|
| 77 | المطلب الثالث: دور المؤسسات النقدية والمالية الدولية في مواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 |
| 79 | المبحث الرابع: محاولة تشخيص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من منظور إسلامي..... |
| 79 | المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من منظور إسلامي..... |
| 81 | المطلب الثاني: علاج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من منظور إسلامي..... |
| 83 | المطلب الثالث: ضوابط الإقتصاد الإسلامي والبدائل المقدمه لعلاج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 |
| 85 | خلاصة الفصل الثاني..... |
| | الفصل الثالث: دراسة حالة الأسواق المالية العربية (سوق عمان المالي) وتأثرها بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 |
| 87 | مقدمة الفصل الثالث..... |
| 88 | المبحث الأول: الأسواق المالية العربية والأزمة المالية العالمية لسنة 2008..... |
| 88 | المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية وعوامل إنشائها..... |
| 89 | المطلب الثاني: سلبيات ومعوقات الأسواق المالية العربية..... |
| 93 | المطلب الثالث: سبل تطوير الأسواق المالية العربية..... |
| 94 | المطلب الرابع: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية وإجراءات مواجهتها..... |
| 100 | المبحث الثاني: بطاقة تعريفية بسوق عمان المالي..... |
| 100 | المطلب الأول مدخل إلى سوق عمان المالي..... |
| 106 | المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق عمان المالي |
| 111 | المبحث الثالث: دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 |
| 111 | المطلب الأول: دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي قبل الأزمة المالية العالمية (2003-2007)..... |
| 112 | المطلب الثاني: دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي أثناء الأزمة المالية العالمية (2008-2009)..... |
| 114 | المطلب الثالث: دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي بعد الأزمة المالية العالمية (2010-2014)..... |
| 116 | خلاصة الفصل الثالث..... |
| 118 | الخاتمة العامة |
| 119 | إختبار الفرضيات..... |
| 120 | نتائج الدراسة..... |
| 121 | الإقتراحات والتوصيات..... |
| 122 | أفاق البحث..... |

الفهرس

| | |
|-----------|---------------|
| 124 | قائمة المراجع |
| 137 | الملاحق |

قائمة الأشكال

والجداول

قائمة الأشكال

| رقم الشكل | عنوان الشكل | الصفحة |
|-----------|--|--------|
| 01 | مراحل الدورات الإقتصادية | 5 |
| 02 | دورة جوغلار | 6 |
| 03 | دورة كوندراتيف | 8 |
| 04 | دورة حياة الأزمة المالية | 17 |
| 05 | الأزمة المصرفية كسبب مفجر لأزمة العملة وفقا لنموذج velasco (1987) | 19 |
| 06 | أزمة العملة كسبب مفجر للأزمة المصرفية وفقا لنموذج Stocker (1994) | 19 |
| 07 | قنوات إنتشار الأزمات المالية | 20 |
| 08 | طبيعة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 | 52 |
| 09 | إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة خلال الفترة (2009-2001) | 60 |
| 10 | العجز التجاري للولايات المتحدة خلال الفترة (2010-1980) | 61 |
| 11 | تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض البلدان الأوروبية | 68 |
| 12 | تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية جراء أزمة الأزمة المالية العالمية | 95 |
| 13 | توزيع القيمة السوقية للبورصات العربية بنهاية عام 2008 | 97 |
| 14 | توزيع القيمة السوقية للبورصات العربية بنهاية 2009 | 97 |
| 15 | الهيكل التنظيمي لبورصة عمان | 104 |
| 16 | حجم التداول في بورصة عمان (2007-2003) | 112 |
| 17 | حجم التداول في بورصة عمان (2009-2005) | 113 |
| 18 | حجم التداول في بورصة عمان (2014-2010) | 118 |

قائمة الجداول

| الصفحة | عنوان الجدول | رقم الجدول |
|--------|---|------------|
| 26 | المؤشرات الإقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية | 01 |
| 33 | التسلسل التاريخي لأزمة الإثنين الأسود | 02 |
| 64 | حجم الإنفاق العسكري الأمريكي خلال الفترة (2003-2008) (ألف دولار). | 03 |
| 67 | معدل الإنخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول خلال سنة 2008. | 04 |
| 72 | التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ الوطنية لإحتواء الأزمة المالية في بعض الدول الأوروبية. | 05 |
| 96 | مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية خلال سنة 2008 | 06 |
| 97 | ملخص عدد الشركات المنخفضة المرتفعة خلال سنة 2008 | 07 |
| 99 | إجراءات دول الخليج لمواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 | 08 |
| 109 | أوقات التداول في بورصة عمان | 09 |
| 110 | عمولات التداول في بورصة عمان | 10 |
| 111 | تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في سوق عمان المالي في الفترة (2003-2007). | 11 |
| 112 | تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في سوق عمان المالي في الفترة (2008-2009). | 12 |
| 114 | تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في سوق عمان المالي في الفترة (2010-2014) | 13 |

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

| الصفحة | عنوان الملحق | رقم الملحق |
|--------|--|------------|
| 138 | عرض لأهم الأزمات المالية | 01 |
| 141 | وكالات التصنيف الائتماني | 03 |
| 143 | المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان 2007-2003 | 02 |
| 144 | المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان 2009-2005 | 04 |
| 145 | المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان 2014-2010 | 05 |

مقدمة

مقدمة:

شهد الإقتصاد العالمي سلسلة من الأزمات مست مختلف الأنظمة الإقتصادية التي طبقتها معظم الدول عبر أزمنة مختلفة، حيث إتسمت هذه الأزمات المالية بالدورية نظرا لطبيعتها وإرتباطها بدورات إقتصادية. فقد بينت الأحداث الإقتصادية خاصة منذ الثلاثينات أن النظام العالمي القائم ليس في مقدرة حماية الإقتصاد العالمي من الأزمات المالية العنيفة، والتي يزداد معدل تكرارها وتشتد فداحة أثارها على الأسواق المالية العالمية بدءا بإختيار البورصة الأمريكية عام 1929 الذي جاء إيدانا بحلول الكساد الكبير مرورا بأزمة الإثنين الأسود 1987، التي تتبعها سلسلة من الأزمات المالية الحادة وخاصة في إقتصاديات الأسواق الناشئة كأزمة المكسيك (1994-1995)، أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998)، روسيا عام 1998، البرازيل (1998-1999)، تركيا سنة 2001 والأرجنتين (2001-2002).

وفي كل هذه الإخيارات كانت المسببات تختلف ظاهريا أي السبب الذي يفجر الأزمة كان مختلفا ولكنها كانت تشترك في ظاهرة أساسية تنتهي إليها هي الإختيار وبروز دين كبير يفوق طاقة الإقتصاد أو السوق، وتشابه أيضا في النتائج التي تتبع ذلك وهي الركود الإقتصادي الذي ينتج عنه هبوط في الإنتاج، تراجع الطلب وحجم التجارة الدولية ثم بطالة كبيرة والتي إعتبرت من أخطر هذه المشاكل.

وقد أثارت الأزمة المالية الراهنة إهتمام الخبراء الإقتصاديين نظرا للخطورة التي باتت تشكلها على النظام الإقتصادي العالمي واتساع دائرتها وعواقبها الإقتصادية والإجتماعية، والتي أدت إلى نشوء الكثير من المخاوف حول سلامة وإختيار النظم المالية العالمية، وإذا كانت الشرارة الأولى لهذه الأزمة هي إنفجار فقاعة القروض العقارية ذات الجدارة الإئتمانية المنخفضة في الولايات المتحدة، فسرعان ما تحولت إلى أزمة مالية وإقتصادية عالمية.

ورغم أن هذه الأزمة كانت مختلفة عن سابقاتها في بعض النواحي إلا أنها تشترك معها في العديد من الخصائص، ولم تقتصر تأثيراتها على البنوك أو النظام المالي فقط بل تعدتها إلى الإقتصاد الحقيقي، وكان لها وقع كبير وتأثير مدمر واسع المدى على كل المستويات، كما أنها لم تقتصر على إقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية فحسب بل إمتدت أثارها السلبية إلى دول أخرى وهددت بمحمل النظام المالي العالمي.

لم تقتصر تداعيات الأزمة المالية على إقتصاديات الدول الكبرى المتقدمة فقط بل شملت تداعيات الدول العربية بإعتبارها جزءا من المنظومة الإقتصادية العالمية، وذلك لإعتماد إقتصاديات الدول العربية بشكل كبير على الولايات المتحدة ودول الإتحاد الأوروبي تصديرا وإستيرادا، حيث تراجع بسبب الأزمة الطلب على النفط والمواد الأساسية التي تمثل مصادر الدخل الرئيسية لعدد كبير من الدول العربية، كما تراجع الإيرادات العامة غير النفطية نتيجة إنخفاض مداخيل السياحة والصادرات وتقلص تدفقات الإستثمارات المالية الأجنبية المباشرة من الخارج في ظل الركود الذي يسود العالم. كما تعتبر الأسواق المالية العربية شديدة الحساسية إتجاه أية أحداث إقتصادية أو سياسية خارجية حيث أن هناك أموال عربية ضخمة موظفة في الأسواق المالية الخارجية، إضافة إلى تواجد عدد كبير من المستثمرين الأجانب في

الأسواق المالية العربية اندفعوا وبشكل غير مسبوق منذ بداية الأزمة المالية لبيع أسهمهم وبأسعار منخفضة بحثا عن السيولة المالية لإنقاذ مراكزهم المالية.

وفي هذا السياق إرتأينا أن يتمحور بحثنا على أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة سوق عمان المالي بإعتباره سوق ناشئ وعصري يتمتع بمستوى عالي من التنظيم وذو فرص متنوعة وعائد مرتفع.

بناء على ما سبق ذكره ينبغي إيجاد إجابة مستفيضة للتساؤل الآتي، والذي يبلور إشكالية بحثنا:

ما تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية بصفة عامة، وسوق عمان المالي بصفة خاصة؟

ومن خلال الإشكالية الرئيسية تظهر لنا الأسئلة الفرعية التي تساعد على فهم وتحليل الموضوع بطريقة جيدة وهي على النحو التالي:

1- ماذا يقصد بالأزمات المالية، وماهي أهم الأزمات المالية التي هزت الإقتصاد العالمي؟

2- ما هي جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية، وإلى أي مدى وصلت أثارها؟

3- فيما تتمثل أسباب الأزمة المالية العالمية من وجهة نظر إسلامية، وما هي الحلول المقترحة لمعالجتها؟

4- ما هو حجم تأثير الأسواق المالية العربية بالأزمة المالية العالمية وبالأخص سوق عمان المالي؟

وبغرض تقديم إجابة أولية لهذه التساؤلات نقترح الفرضيات التالية:

1- الأزمة المالية العالمية هي إمتداد للأزمات السابقة، وهو ما يدعم فكرة دورية الأزمات المالية.

2- تعود أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية إلى طبيعة الإقتصاد الأمريكي، وبالتالي كانت أثارها لم تخرج عن نطاق هذا الإقتصاد.

3- حجم تأثير الأسواق المالية العربية بصفة عامة وسوق عمان المالي بالأزمة بصفة خاصة يحدد بمدى إرتباط إقتصاديات هذه الدول بالإقتصاد العالمي .

أسباب إختيار الموضوع: إن إختيار هذا الموضوع لم يكن صدفة بل كان لعدة أسباب، فبالإضافة إلى الدوافع

الشخصية المتمثلة في الرغبة الذاتية في دراسة المواضيع المتعلقة بالأزمات المالية التي تدخل ضمن مجال تخصصنا "إقتصاديات المالية والبنوك"، هناك دوافع موضوعية منها:

- إن الأزمة المالية العالمية أثبتت منذ بداية إنتشارها أنها أزمة عارمة لم يعرف النظام الرأسمالي مثلها منذ نشأتها، وأثرت بصورة كبيرة ومباشرة على مكونات الإقتصاد الحقيقي، وشملت تداعياتها حتى المجالات الإجتماعية والسياسية، لذلك فهذه الأزمة جديرة بالإهتمام والتحليل.

- تزايد ترابط الإقتصاد العالمي وتلاشي التباين بين الأنظمة الإقتصادية بين دول العالم يزيد من مخاطر إنتقال العدوى ويرفع من درجة القلق اتجاه الأزمات المالية التي تمر بها أي منطقة جغرافية في العالم.

- الأسواق المالية العربية تعتبر شديدة الحساسية اتجاه أي تغيرات تحدث في الاسواق المالية العالمية وخاصة الأمريكية والأوروبية، وعليه سيتم تحليل طبيعة مثل هذه الأسواق وموقوفاتها ومدى تأثيرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية.

- لقد إنصب إهتمامنا على سوق عمان المالي كونه أحد أهم الأسواق المالية العربية.

-الرغبة في إثراء المكتبة بموضوع يستفيد منه الغير.

أهداف الموضوع: تهدف هذه الدراسة أساسا إلى الإجابة على التساؤلات الواردة في إشكالية البحث، وإختبار

صحة الفرضيات بالإضافة إلى:

-دراسة الإطار النظري للأزمات المالية، والتطرق إلى التسلسل التاريخي لحدوثها وتحديد الأسباب الكامنة وراء حدوثها وأثارها على مختلف الدول ومن ثم تقديم أهم سياسات تجنبها.
-دراسة الأزمة المالية العالمية وتبيان جذورها وأسبابها الحقيقية وتداعياتها والتعرف أيضا على الحلول التي طرحت للخروج منها.

-نظرا للعواقب الوخيمة الناتجة عن الأزمة المالية العالمية، سنحاول التطرق للبدائل الإسلامية لعلاج هذه الأزمة.

-الكشف عن وضعية الأسواق المالية العربية في ظل الأزمة المالية العالمية، وإختبار فيما إذا كان هناك أثر لهذه الأزمة على سوق عمان المالي بإعتباره من أهم الأسواق المالية العربية.

أهمية الموضوع: يمكن إستنباط أهمية الدراسة من أهمية الأزمة التي حصلت فهذه الأزمة لها وقع وأثر لا يستهان به ليس فقط على الإقتصاد العالمي ككل بل على إقتصاد الدول النامية ومنها العربية كذلك، والتي كان لها نتائج وخيمة أدت إلى ركود إقتصادي كبير هذا ما إنعكس سلبيا على جميع جهود الدول في حل المشاكل الإقتصادية، أي أدت إلى تفاقم تلك المشاكل بشكل أسوء مما كانت عليه فأكبر إقتصاد في العالم أصبح مهدد بالإنزلاق إلى هاوية الكساد والإفلاس، كما تكمن أهمية البحث في تسليط الضوء على الأسواق المالية العربية ومدى تأثرها بهذه الأزمة ومدى قدرتها على مواجهة مثل هذه الأزمات التي تمس الإقتصاد العالمي.

حدود الموضوع: حتى يتم معالجة الإشكالية المطروحة في هذا الموضوع تم تحديد الإطار العام وحدود الموضوع

في نقاط الهدف منها وتركيز جهودنا داخلها وعدم الخروج عنها وتمثل هذه الحدود في:

-لن نتطرق في هذا البحث إلى بعض المواضيع المتعلقة بالأسواق المالية مثل المواضيع التقنية آليات عملها وتنظيمها الداخلي لأنها تخرج عن هدف البحث.

-نعتد في دراستنا على الأسواق المالية العربية بصفة عامة، لكن نظرا للتفاوت والتباين فيما بينها سوف نركز على سوق عمان المالي بإعتباره من أهم الأسواق المالية العربية من حيث الرسملة وحجم التداول وعدد الشركات المدرجة إضافة إلى التنظيم الجيد وإستعمال أحدث وسائل الإتصال وغيرها من المعايير.

المنهج المتبع: محاولة منا للإجابة على الإشكالية السابقة الذكر وإختبار الفرضيات إرتأينا أن يكون منهج

دراستنا متعدد ومتنوع فإنطلاقا من المنهج الوصفي من خلال الإمام بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأزمات المالية مع التركيز على الأزمة المالية العالمية إضافة إلى إعتداد المنهج التاريخي من خلال عرض لأهم الأزمات المالية التي ميزت الإقتصاد العالمي لننتقل للمنهج التحليلي محاولين من خلاله إبراز كيفية تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية بالتركيز على أداء سوق عمان المالي خلال الفترة (2003-2014).

تقسيمات البحث: لمناقشة بحثنا بالتفصيل قمنا بتقسيمه إلى 3 فصول رئيسية تسبقهم مقدمة تتضمن الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته، وتعبهم خاتمة تتضمن النتائج إضافة إلى بعض التوصيات التي إرتأينا بأنها ضرورية بناء على النتائج المتوصل إليها، تليها أفاق البحث وتمثل هذه الفصول فيما يلي:

الفصل الأول: تحت عنوان "الجوانب النظرية للأزمات المالية" حيث نتناول في هذا الفصل 4 مباحث الأول يشمل الدورات الاقتصادية، مفهومها، مراحلها، أنواعها وتفسيراتها أما المبحث الثاني فسنطرق فيه إلى أساسيات حول الأزمات المالية من حيث التعريف الأنواع قنوات الإنتشار وفي المبحث الثالث تطرقنا إلى أسباب الأزمات المالية، تفسيراتها وسياسات تجنبها مع التركيز في اخر الفصل على مختلف الأزمات التي شهدتها النظام النقدي الدولي والتي أصابت الأسواق المالية العالمية.

الفصل الثاني: خصص لدراسة "الأزمة المالية العالمية لسنة 2008" فقمنا بتقسيم هذا الفصل إلى 4 مباحث شمل المبحث الأول جذور الأزمة المالية العالمية وظهورها وأهم الخصائص التي ميزتها عن الأزمات الأخرى، والمبحث الثاني قمنا بتشخيص الأزمة من حيث أسبابها، إنتقالها وتداعياتها على الإقتصاد العالمي، لتتوصل إلى أهم الإجراءات والسياسات التي إتخذت لمواجهةها، وأخيرا سنقوم بمحاولة تشخيص الأزمة من منظور إسلامي من حيث الأسباب، العلاج والبدائل المقدمة لعلاج هذه الأزمة.

الفصل الثالث: تحت عنوان "دراسة حالة الأسواق المالية العربية (سوق عمان المالي) وتأثرها بالأزمة المالية العالمية" وتناولنا في المبحث الأول الأزمة المالية العالمية والأسواق المالية العربية، حيث يتم التعرف على الأسواق المالية العربية وأهم سلبياتها ومعوقاتها وأخيرا تم التعرض إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية وإجراءات مواجهتها وفي المبحث الثاني يتم به التعريف بسوق عمان المالي والواقع العملي فيه، وفي المبحث الثالث يتم دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية العالمية (2003-2014).

الفصل الأول

الجوانب النظرية للأزمات المالية

تمهيد الفصل الأول:

باعتبار المسيرة التي تحكم تطور الإقتصاد الرأسمالي، بحسب مراحل الدورة الإقتصادية هي المسيرة التي تقود ذلك الإقتصاد من أزمة إلى أزمة، ونظرا لكثرة هذه الأزمات المالية أصبح موضوعها يشد إنتباه الكثير من الباحثين والإقتصاديين، ولما يترتب عنها أيضا من أثار عديدة إذ أنها أدخلت الإقتصاديات الدولية في سلسلة من الإنهيارات المتتالية إنطلاقا من القطاع المالي مرورا بالقطاعات الإنتاجية والخدمية، لهذا يقتضي الأمر البحث فيها من حيث مفهومها والأسباب المؤدية لها ويمكن أن نميز 4 أنواع منها والملاحظ عليها هو الترابط والتشابك فيما بينها.

وتحدث هذه الأزمات بدرجات متفاوتة وهذا ما جعل المنظمات المالية الدولية والمختصين يبحثون عن سبل مواجهتها أو حتى التخفيف من أثارها .

وعليه سنحاول في هذا الفصل إستعراض ما يلي :

المبحث الأول: أساسيات حول الدورات الإقتصادية .

المبحث الثاني: أساسيات حول الأزمات المالية .

المبحث الثالث: أسباب الأزمات المالية، تفسيراتها وسياسات تجنبها .

المبحث الرابع: عرض لأهم الأزمات المالية .

المبحث الأول: أساسيات حول الدورات الاقتصادية

تلازم الحياة الاقتصادية تغيرات مستمرة، إذ يمر التطور الاقتصادي بمراحل من الإزدهار والإنكماش تسمى بالدورات الاقتصادية، وهي ظاهرة ملازمة للنشاط الاقتصادي ونظام السوق بوجه عام.

المطلب الأول: تعريف الدورات الاقتصادية ومميزاتها

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى تعريف الدورات الاقتصادية وأهم مميزاتها.

الفرع الأول: تعريف الدورات الاقتصادية

- تعرف على أنها عبارة عن تقلبات اقتصادية متتالية يمر بها إقتصاد ما بصورة دورية خلال فترات زمنية مختلفة.¹
- ويقصد بها أنها تقلبات متراكمة في الناتج الكلي تستمر لعدة سنوات، ورغم أنها متكررة فإن فترة إستمرارها وشدتها تتفاوت بين مرة وأخرى ويكون تأثيرها واسعا على عدد كبير من الأعمال التجارية.²
- وكذلك نجد أنها مرحلة من الزمن تبدأ مع بداية أزمة وتنتهي مع بداية أزمة أخرى مروراً بأربعة مراحل أساسية هي: أزمة فإنتعاش ونهوض فركود تعقبه أزمة أخرى.³
- كما يمكن تعريفها على أنها تقلبات منتظمة بصورة دورية في مستوى النشاط الإقتصادي مثل: مستويات الإنتاج والعمالة والأسعار.⁴

- من مجمل التعاريف السابقة نستخلص أن الدورة الاقتصادية عبارة عن تذبذبات متكررة ولكنها غير منتظمة وغير متنبأ بها في النشاط الإقتصادي العام، والتي تأخذ مجراها عبر السنين وهذه التذبذبات تحدث عادة في المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل: الدخل، الإنتاج، العمالة والأسعار.⁵

الفرع الثاني: مميزات الدورات الاقتصادية

تتسم الدورات الاقتصادية بما يلي:⁶

- لا توجد مدة محددة لكل مرحلة من مراحل التقلبات الاقتصادية، فقد تكون مرحلة الركود سنة أو سنتين تتبعها مرحلة إنتعاش قصيرة لمدة ستة أشهر ثم تليها مرحلة ركود أخرى قصيرة، وهكذا تتوالى المراحل بدون مدة محددة لكل منها.

¹ جهاد أحمد أبو السنديس، عبد الناصر طلب نزال الزبود، "مبادئ الإقتصاد الكلي مفاهيم وتطبيقات عملية"، دار تسنيم للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص37.

² عمر يوسف عبد الله عبابنة، "الأزمة المالية المعاصرة تقدير إقتصادي إسلامي"، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2011، ص28.

³ عدنان فرحان الجوارين، "الدورات الاقتصادية المفهوم النظريات والمعالجات"، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=240358>، تم الإطلاع عليه يوم 09-01-2015.

⁴ هائل عبد المولى طشطوش، "بحث في النظريات النقودية ودورها في تفسير الدورات الاقتصادية"، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/11>، تم الإطلاع عليه يوم 09-01-2015.

⁵ حسام علي داود، "مبادئ الإقتصاد الكلي"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2005، ص267.

⁶ نزار سعد الدين العيسى، "مبادئ الإقتصاد الكلي"، الدار العلمية الدولية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001، ص179.

-ليس بالضرورة أن يمر الإقتصاد الكلي بجميع المراحل وبالتسلسل، حيث يمكن أن تؤدي حالة الركود إلى تدخل الحكومة من خلال تطبيق بعض السياسات الإقتصادية لإيقاف التدهور في النشاط الإقتصادي قبل أن يقع الإقتصاد في مرحلة الكساد، كذلك عندما يقترب الإقتصاد من مرحلة الإزدهار وتبدأ الأسعار بالإرتفاع الكبير تلجأ الحكومة إلى تطبيق سياسة مالية ونقدية للحد من الضغوط التضخمية، وهذه هي السمة الغالبة في إقتصاديات السوق أي بعبارة أخرى أن هذه الإقتصاديات تمر بمرحلي الركود والإنتعاش دون تصل إلى مرحلة الكساد، وذلك بسبب التدخل الحكومي في النشاط الإقتصادي لتجنب النتائج السلبية الكبيرة لمرحلة الكساد والتي تؤدي إلى حدوث تأثيرات غير مقبولة إجتماعيا وسياسيا.

-تتسم كل مرحلة من المراحل الأربع بسمات خاصة من حيث الأسباب والنتائج لا تتشابه مع مثيلاتها السابقة، ويعني هذا أن مرحلة الإنكماش مثلا في سنة معينة لا تتشابه مع مرحلة الإنكماش في السنوات السابقة، فكل مرحلة لها أسبابها ونواتجها وتختلف بدرجة حدتها من حيث تأثيرها على مستوى الإنتاج والبطالة والتضخم.

المطلب الثاني: مراحل الدورات الإقتصادية

تمر الدورات الإقتصادية بعدة مراحل وهي كالتالي:¹

1- مرحلة الركود: يعرف الركود بأنه إنخفاض في الناتج الكلي والدخل والتجارة، يستمر عادة لمدة ستة أشهر أو أكثر ويتصف بشكل عام بتقلص النشاط الإقتصادي في غالبية القطاعات الإقتصادية، أي أن حالة الركود هي حالة عامة تسود معظم النشاطات الإقتصادية ولا تقتصر على قطاع معين أو فترة معينة، ولذلك فإن التغيرات الفصلية أو الموسمية التي تحصل عادة في بعض القطاعات لا تعتبر ركودا عاما كما يحصل مثلا في الإنتاج الزراعي أو في حركة التجارة بعد مواسم الأعياد والمناسبات الخاصة .

2 -مرحلة الكساد*: وتخل هذه المرحلة عندما يصل النشاط الإقتصادي إلى أدنى مستوى له بعد إستمرار حالة الإنكماش، وتوقف هذا الهبوط عند أدنى مستوى والذي يطلق عليه قاع الركود عندما لا يحصل أي تدخل حكومي لإيقاف التدهور الإقتصادي في مرحلة الإنكماش .

3-مرحلة الإنتعاش: وتمثل هذه المرحلة الإتجاه الصعودي في النشاط الإقتصادي، حيث يبدأ في التحسن ويأخذ الدخل ومستويات التشغيل في الإرتفاع، وهناك درجة متنامية من التفاؤل لدى رجال الأعمال والمستهلكين تعكس نفسها من خلال التوسع في معدلات الإستثمار والإستهلاك، وتبعاً لذلك فإن رجال الأعمال يبدأون في إستبدال الآلات والمعدات

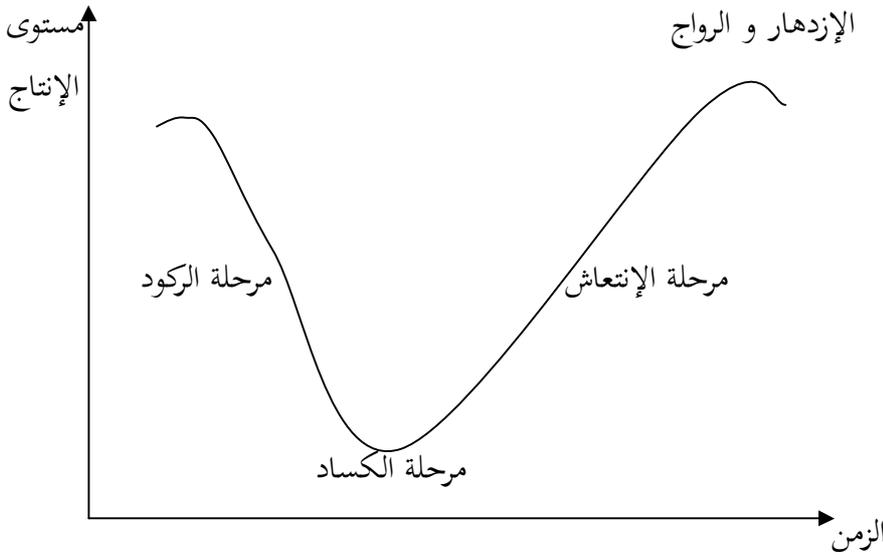
¹ نفس المرجع السابق، ص 177.

* وأبرز مثال على ذلك ما تعرض له الإقتصاد العالمي خلال الفترة 1929-1933 من كساد والذي كان بمثابة تحدي كبير للإقتصاد الرأسمالي وإستمر تأثيره لغاية سنة 1939 مما مهد لظهور المدرسة الكينزية في نظرية الإقتصاد الكلي وبداية تدخل الحكومة في الحياة الإقتصادية، ومنذ ذلك الوقت لم يشهد الإقتصاد العالمي مرحلة كساد إقتصادي بذلك المستوى الذي حدث خلال فترة الكساد الكبير.

القديمة بأخرى جديدة، وتصبح الإستثمارات التي كان ينظر إليها بتخوف ومخاطرة أقل خطورة، وتزداد بالتالي فرص العمل ومستويات التشغيل، وتتوقف الأسعار عن الهبوط وتتجه عموماً نحو الثبات أو الإرتفاع قليلاً.¹

4- مرحلة الإزدهار والرواج: يمر الإقتصاد بمرحلة الرواج التصاعدي عندما يشهد حالة من الزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار والأجور وتزايد سريع في حجم الإنتاج الكلي والنمو الاقتصادي وتزايد في حجم الدخل إلى مستوى التوظيف الكامل وإستغلال كامل لعناصر الإنتاج ويكون الإقتصاد قد وصل في هذه المرحلة إلى القمة.²

الشكل رقم (01): مراحل الدورات الاقتصادية



المصدر: نزار سعد الدين العيسى، "مبادئ الإقتصاد الكلي"، الدار العلمية الدولية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2001، ص 178.

المطلب الثالث: أنواع الدورات الاقتصادية:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الدورات الاقتصادية حسب مدتها الزمنية وتمثل فيما يلي:³

1- الدورة الصغرى: ظهرت هذه الدورة سنة 1923 من طرف الأمريكي كيتشن* (1932-1961) مدتها أربعون شهراً ترتبط هذه الدورة بالتغيرات في المخزون، والتي عموماً تحدث بدون أزمة أي مجرد ركود يحدث في قمة الدورة حيث يتوقع إرتفاع أو إنخفاض قوي في الطلب الذي يؤدي بالمنتجين إلى الزيادة في مخزوناتهم أو التخلص منها.

¹ صالح فواز محمد الخصاصونة، "مبادئ الإقتصاد الكلي"، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2000، ص 160.

² جهاد أحمد أبو السندس، مرجع سبق ذكره، ص 38.

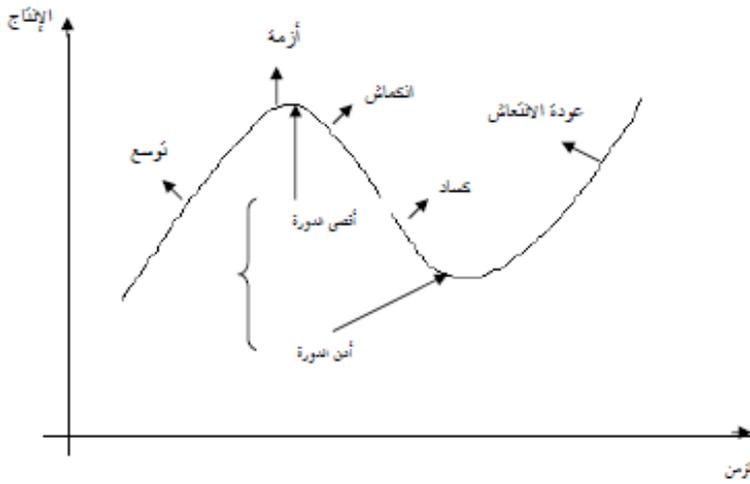
³ نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007_2008"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص 30.

* جوزيف كيتشن (1861-1932) إحصائي إنجليزي معروف بقيامه بأعمال حول دورات الأعمال بعد الفرنسي كليمنت جوغلار، في 1923 نشر في مجلة الإقتصاد والإحصاء مقال بعنوان دورات وإتجاهات في العوامل الاقتصادية مبينا وجود دورات لمدة 40 شهراً.

2- دورة الأعمال: يحكم النشاط الاقتصادي حسب جوغلار* (1819-1905) دورات الأعمال والتي تسمى كذلك بدورة جوغلار نسبة إلى مؤسسها، مدتها عشر سنوات حيث تتكون من أربعة مراحل والملخصة فيما يلي:¹

- التوسع: وهي المرحلة الأولى من دورة الأعمال الناتجة عن إرتفاع حجم الإنتاج، التضخم ونمو حجم القروض؛
- الأزمة: والتي تمثل أقصى الدورة تدوم بضعة أسابيع والتي تتجلى في أزمة بورصية وعدة إفلاسات؛
- الكساد: يتميز بالركود وتراجع الإنتاج؛
- عودة التوسع: والتي تعبر عن أدنى الدورة.

الشكل رقم (02): دورة جوغلار



المصدر: نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007_2008"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص31.

3- الدورة الطويلة **le cycle de kondratieff**: دورة كوندراتيف هي دورة إقتصادية وتسمى أيضا دورة طويلة الأمد (50-60 سنة) وبرزت في عام 1926 من قبل الإقتصادي كوندراتيف،*² وقد أسس نظريته على دراسة سلوك الأسعار خلال القرن 19 وقد إشملت الدراسة رصد التغير في أسعار الأجور، أسعار الفائدة، أسعار المواد الخام،

* جوزيف كليمنت جوغلار (15 أكتوبر 1819-28 فيفري 1905) طبيب وإقتصادي فرنسي ينتمي إلى معهد الإحصاء الدولي وأيضا أكاديمية العلوم الأخلاقية والسياسية، وفي كتابه "الأزمات التجارية" وعائدها الدوري لفرنسا وإنجلترا والولايات المتحدة 1862 سلط الضوء على الإنتظام النسبي للأزمات الإقتصادية وصاغ أولى التحليلات المتسقة للأزمات الإقتصادية.
 1 نفس المرجع السابق، ص30.

* نيكولا ديمتريفيتش كوندراتيف: بروفيسور إقتصادي روسي ولد في 4 مارس 1892 في محافظة كوستروما شمال موسكو وهو من عائلة فلاحين وهو صاحب نظرية k-waves ومؤلف كتاب 1925 the major economic cycles.

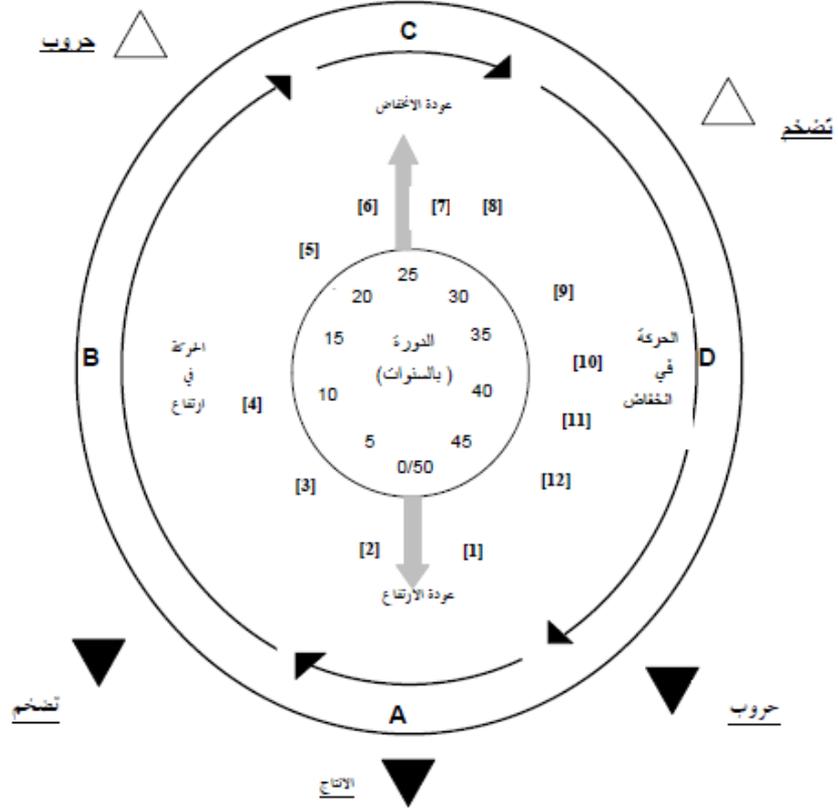
2 http://fr.wikipedia.org/wiki/Cycle_de_Kondratiev . visité le 10-01-2015.

- التجارة الخارجية والودائع المصرفية وبعض البيانات الأخرى. النظرية تتوقع أن طول الموجة الإقتصادية الرئيسية بين 50 و60 سنة نصف قرن تقريبا من الإزدهار والتشاؤم الإقتصادي، وقد حددت الدورة الإقتصادية المثالية بمدة 54 سنة حسب ما عرفها كوندرا تيف وقام بتقسيم الدورة الإقتصادية الرئيسية إلى 4 مراحل شبهها بفصول السنة الأربعة:¹
- * **مرحلة الربيع (التوسع):** وهي البداية التي تكون فيها أسواق المال جيدة وأدائها ممتاز مع تطور وتحسن في الإقتصاد العام ومعدل الفترة الزمنية لهذا الفصل 13,5 سنة ؛
 - * **مرحلة الصيف (الكساد):** وهي بداية التضخم والكساد ويكون إتجاه أسواق المال في هذا الفصل صاعد ويفترض وجود قمة في نسب الفائدة لتصبح شرارة التضخم القادم في فصل الخريف والصعود الحاد في أسواق المال، ومعدل الفترة الزمنية لهذا الفصل 11,25 سنة ؛
 - * **مرحلة الخريف:** وهو نهاية الصعود والإزدهار وبداية الهبوط والإخفاض، ومعدل الفترة الزمنية تقدر ب 11,25 سنة وتتسم بما يلي:
 - حدوث قمة في أسعار السلع ؛
 - حدوث قمة في نسب الفائدة ؛
 - حدوث هبوط حاد في أسواق المال ؛
 - حدوث كساد أساسي أو رئيسي.
 - * **مرحلة الشتاء:** وهي فترة عصيبة تمر بها الدول بعد الصعود الحاد والطفرة التي مر بها الإقتصاد وأسواق المال، وتسمى أيضا فترة التطهير بعد الإفلاسات والإختيار في الكثير من الشركات والقيم التي حدثت في الأسعار ونسب الفائدة، ومعدل الفترة الزمنية لهذا الفصل 16 سنة وتعتبر أطول فترة بين الفصول الأربعة.

¹ www.sahmy.com/t252726.html ، تم الإطلاع عليه في 2015-01-08.

الشكل رقم (03): دورة كوندرا تيف

أهم المتغيرات المتخذة من طرف أغلب أئبر المدارس.
 ▲ أعلى نقطة للتغير.
 ▼ أدنى نقطة للتغير.
 A, B, C, D المراحل.
 [1] [12] نتائج.



المصدر: نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007_2008"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص32.

[A] عودة ارتفاع كوندرا تيف

[1] نهاية وضعية كوندرا تيف في إنخفاض

[2] بداية كوندرا تيف في إرتفاع

[B] كوندرا تيف في إرتفاع

[3] كوندرا تيف في إرتفاع، ظاهرة محققة ذاتيا

[4] تعزيز الحركة بفضل الابتكارات

[5] تدهور كمي كوندرا تيف في إرتفاع

[C] عودة إنخفاض كوندرا تيف

[6] تراجع الإستثمارات

[7] إستمرار الضغوطات التضخمية

[8] تراجع عدة

[D] كوندرا تيف في إنخفاض

[9] ضعف مستمر في الطلب

[10] تراكم مستمر للتراجعات

[11] ظهور فقاعات مضاربية

[12] سلوك دفاعي للأعوان الإقتصاديين

المطلب الرابع: النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية و إستراتيجيات مواجهتها

سنتطرق في هذا المطلب إلى النظريات التي تفسر حدوث الدورات الاقتصادية وإستراتيجيات مواجهتها.

الفرع الأول: النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية

ظهرت عدة نظريات تفسر حدوث التقلبات الاقتصادية والأزمات المالية وتنقسم إلى أسباب خارجية وداخلية .

أولاً: الأسباب الخارجية: وتتمثل في:¹

1- نظرية المناخ: ترى هذه النظرية وعلى لسان منظريها جيفونز* وهنري مور* أن سبب الإنعطاف في النشاط الإقتصادي وتقلبه يعود إلى العوامل الطبيعية المتعلقة بحركة الكواكب والتي تعرف بنظرية البقع الشمسية* أو لعوامل أخرى تتعلق في الحروب أو الكوارث وإكتشاف موارد طبيعية أو زيادة معدلات النمو السكاني، التطور التكنولوجي والعلمي التي تنعكس على الأسعار الدورية للبتروول والذهب أو على موجات الهجرة عبر الحدود، أو لأسباب بيئية التي تتعلق بالمناخ إذ قلة الأمطار وما يصاحب ذلك من جفاف ونقص في المحصول الزراعي وإخفاض عوائد المزارعين من الإنتاج الزراعي يؤدي ذلك إلى نقص في الطلب على السلع بالإضافة إلى إرتفاع أسعار المواد الأولية وهذا ما يقلل من حافز المستثمرين والمتجدين على القيام بالإستثمارات ومواصلة الإنتاج.

ثانياً- الأسباب الداخلية: فقد ظهرت نظريات متعددة تحاول تفسير حدوث التقلبات، فنميز ثلاثة مجموعات وهي:²

1- النظريات النقدية: يرى أصحاب هذه النظريات وعلى رأسهم هوتري* أن الدورة الاقتصادية تنسب إلى أسباب نقدية بحتة أي أن حجم النقود هو أهم عامل يؤثر في النشاط الإقتصادي وذلك أن سلوك الدورة من مراحلها الأولى لا يمكن

¹ رجاء خضير عبود موسى الريبي، التحليل الفكري للدورات الاقتصادية، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://iasj.net/iasj?func=fulltextetaid=64359>، تم الإطلاع عليه يوم 08-01-2015.

*جيفونز: ولد في إنجلترا هو إقتصادي إنجليزي، أستاذ بجامعة مانشستر ولندن وواحد من أوائل من إستخدموا المنهج الرياضي في التحليل الإقتصادي.

*هنري مور إقتصادي أمريكي معروف بعمله في الإقتصاد القياسي حصل على شهادة البكالوريوس عام 1892 والدكتوراه من عام 1896.

*أي عند ظهور البقع السوداء في الشمس، وذلك من خلال حرارة الشمس والرياح والأمطار الذي ينعكس سلبا على النشاط الإقتصادي وخصوصا الزراعة.

²عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سبق ذكره، ص38.

*الف جورج هوتري: ولد في 22 نوفمبر 1879 في إنجلترا وتوفي في 21 مارس 1975 في لندن، إقتصادي بريطاني صديق جون مينارد كينز حصل على جائزة نوبل سنة 1956، درس الإقتصاد طيلة حياته و تخرج بشهادة في الرياضيات سنة 1901.

أن تحدث لولا تأثيرها بعرض النقود فهو مرن بحسب العرض والطلب والسياسات النقدية والمالية المتبعة. وقد نادى بعض الإقتصاديين بالسيطرة على عرض النقود وأنها تكفي للسيطرة على المتغيرات الإقتصادية الكلية، وتكفي بالتالي لتفادي أثار التضخم والكساد وقد أخذت هذه النظريات إتجاهات فكرية متعددة أهمها ما يلي:¹

✓ **التغيرات في الإئتمان المصرفي:** فمعظم أرباح المصارف تأتي من الإقراض وبالتالي ستميل نحو التوسع في الإئتمان ولا بد له ما يضبطه وخاصة في حالة الرواج، حيث تقوم المصارف برفع سعر الفائدة للحد من الإئتمان والسيطرة عليه، وفي أوقات الكساد نجد أن تخفيض حجم الإئتمان خوفا من أثار التضخم في مرحلة الرواج يؤدي إلى تراجع الأعمال وإنحسارها مما يؤدي إلى مرحلة أخرى من الكساد.

✓ **التغيرات في سعر الفائدة:** وقد فرق أصحاب هذا الإتجاه ومنهم ويكسل* بين سعر الفائدة الطبيعي وسعر الفائدة النقدي، حيث تعتمد البنوك في إقراضها على السعر النقدي للفائدة والذي يتحدد بطلب السيولة وعرضها، بينما السعر الطبيعي للفائدة هو العائد أو الربح الذي يأمل المستثمرون الحصول عليه من نشاطهم الإستثماري، وبالتالي إذا قل السعر النقدي عن السعر الطبيعي للفائدة فإن هذا يزيد الطلب الإستثماري، والذي ينعكس على التوسع في الإئتمان المصرفي ويزيد من رواج الأنشطة وإنتعاش الأعمال والعكس يؤدي إلى الإنكماش والتراجع.

✓ **سعر الفائدة والإحتفاظ بالمخزون السلعي:** وينطلق هذا الإتجاه من أن تكاليف التخزين تؤثر بكمية المخزون، وبالتالي إلى تنشيط عجلة الإنتاج حيث يرى هوتري وجود علاقة بين سعر الفائدة وحجم الأصول فبإرتفاع سعر الفائدة يرفع من تكاليف التخزين وهذا يدفع أصحاب المتاجر إلى التخلص من المخزون أو التخفيض، والعكس في حالة إنخفاض سعر الفائدة مما سيشحج رجال الأعمال على زيادة المخزون إلى المبيعات مما يدفعهم إلى إقتراض المال اللازم وتعزيز التوسع وهذا يؤدي إلى زيادة الدخول التي تحقق زيادة الإستهلاك وإستمرار التوسع وعند إرتفاع سعر الفائدة يحدث العكس.

2- نظريات نقص الإستهلاك: وتفسر هذه النظريات الدورة الإقتصادية من خلال نقص الطلب الإستهلاكي الناجم عن

ضعف القوة الشرائية والمغالاة في الإدخار من قبل المستهلكين وعلاقته بهيكل الإنتاج وهذا يتوضح في النقاط الآتية:²

✓ **القوة الشرائية:** ويرى أصحاب هذه النظرية ضرورة إستمرار تزايد القوة الشرائية من قبل المستهلكين حيث يتناسب الحجم الكلي للنقود في المجتمع مع حجم الإنتاج وقد لاحظ فريدمان* أن إستهلاك الفرد يعتمد على الدخل

¹ نفس المرجع السابق، ص-39-40.

* ويكسل (20 ديسمبر 1851 في ستوكهولم - 3 ماي 1926) وهو إقتصادي سويدي، درس الرياضيات والفيزياء وحصل على أول شهادة له في عامين وحصل على الدكتوراه في 1855 ولديه ميول إلى العلوم الإجتماعية وخاصة الإقتصاد.

² نفس المرجع السابق، ص-40-42..

* فريدمان (31 جويلية 1912-16 نوفمبر 2006) هو إقتصادي أمريكي عرف بأعماله في الإقتصاد الكلي والجزئي والإقتصاد والإحصاء، عرف عنه بتأييده لإقتصاد السوق وقد أشار إلى تقليد دور الحكومة في الإقتصاد عام 1926، وفاز بجائزة نوبل في الإقتصاد عام 1976 وقد ألف كتاب "حرية الإختيار".

الدائم وهو المستوى الثابت للدخل السنوي المتوقع وبالتالي عندما يزيد الدخل فذلك ينعكس على القوة الشرائية للأفراد فكلما زادت القوة الشرائية لدى المستهلكين فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الاستهلاكية وهذا ما يزيد من الإنتاج.

✓ **المغالاة في الإدخار:** ويرى هوبسن* أن الإفراط في الإدخار يؤدي إلى انخفاض إنتاج السلع الاستهلاكية وذلك لإنخفاض الطلب عليها من قبل المستهلكين وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تراجع الإنتاج وبحول الرواج إلى كساد.

✓ **هيكل الإنتاج:** والمقصود بهيكل الإنتاج هو إمكانية تنظيم الموارد المخصصة للإنتاج على شكل درجات تمثل بعدا أو قربا عن المستهلكين، فالدرجات العليا هي البعيدة عن المستهلكين وهي التي يتم فيها إنتاج السلع الإنتاجية مثل المواد الخام والدرجات القريبة هي السلع الاستهلاكية وقرارات المجتمع نحو الإدخار أو الإستهلاك هي التي يتحدد بها الهيكل، ويرى هايك* أن الأفراد عندما يوزعون دخولهم بين الإستهلاك والإدخار فإنهم يشترون السلع الاستهلاكية بما ينفقونه من دخل وإدخارهم بالبنوك يقوم بإمداد المنظمين بالإئتمان لتحويل مشترياتهم من السلع الإنتاجية وهذا هو الإستثمار، وهنا يأتي سعر الفائدة الطبيعي بتحقيق التوازن بين المدخرات وبين إستثمار المنظمين فإن إرتفع سعر الفائدة تزيد المدخرات عن الإستثمارات وإن إنخفض تقل المدخرات ويزيد طلب المنظمين على المدخرات وزيادة المدخرات تؤدي إلى إنخفاض سعر الفائدة وهذه التغيرات النسبية بين حجم الإدخار وحجم الإستهلاك تميل إلى أن تحدث تغيرات في هيكل الإنتاج.

3- نظريات فيض الإستثمار: تفسر هذه النظريات حدوث التقلبات الإقتصادية بسبب التقلب في الإنفاق الإستثماري وهو إنعكاس للاختلال بين الإدخار والإستثمار ويرجع ذلك إلى سعر الفائدة الذي تحدده المصارف في الإئتمان. هذه النظرية هي جزء من النظرية العامة لكينز* الذي يرى أن السبب الرئيسي في إنتظام الدورة وطول فترتها يرجع إلى التقلبات في الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة النقدي، حيث طول فترة حياة الأصول المعمرة بالنسبة للمعدل العادي للنمو الإقتصادي في فترة معينة وتكلفة الإحتفاظ بالمخزون السلعي وسعر الفائدة هما ما يتوقف عليه إنتظام الدورة وطول فترتها.

* هوبسن عالم إقتصاد وصحافي إنجليزي، ولد في إنجلترا ومحاضر في جامعي أوكسفورد ولندن، ونشر كتابه "مشاكل الفقر" عام 1981 وكتاب "مشاكل العطالة" 1896.

* هايك (8 ماي 1899 - 23 مارس 1992) إقتصادي ومنظر سياسي نمساوي بريطاني عرف بدفاعه عن الرأسمالية ونقده للفكر الإشتراكي ويعد أحد أهم الإقتصاديين، حصل على جائزة نوبل في الإقتصاد عام 1974.

* جون مينارد كينز: إقتصادي إنجليزي (5 جوان 1883 - 21 أبريل 1946) أستاذ إقتصاد في جامعة كامبردج، وهو مؤسس النظرية الكينزية من خلال كتابه (النظرية العامة في التشغيل و الفائدة و النقود) وعارض النظرية الكلاسيكية التي كانت من المسلمات في ذلك الوقت.

أما سعر الفائدة فيتناسب عكسيا مع الطلب الإستثماري حيث يزيد الطلب على السيولة من قبل أصحاب الأعمال كلما إنخفض سعر الفائدة مما يشجع على الإستثمار، وأما تأثير الكفاية الحدية لرأس المال على الإستثمار فهو مرتبط بسعر الفائدة. ولإتخاذ القرار الإستثماري علينا أن نقارن بين الكفاية الحدية لرأس المال بسعر الفائدة السائدة في السوق فإن كان أكبر يكون الإستثمار مربحا وتزدهر الأنشطة الإستثمارية ويحدث الراج، ولقد تناول كتاب هذه المدرسة مبدأ المعجل واعتبروا أن له أثرا كبيرا على الإستثمار ومنهم من رأى أن السبب هو السياسات المصرفية التي تحدث إختلالات حقيقية وتفطر في عرض النقد والتوسع في منح الإئتمان، وهناك من يفسرها بالإبتكارات والتحسينات الإدارية والفنية.¹

الفرع الثاني: إستراتيجيات مواجهة الدورات الاقتصادية

يركز الإقتصاديون على مجموعتين رئيسيتين من الإستراتيجيات لمواجهة الدورات الاقتصادية وتعزيز الإستقرار الإقتصادي هما:²

1- الإستراتيجية النشطة: تقوم هذه الإستراتيجية على تحولات جادة في السياسات النقدية والمالية، ففي فترات الركود يوجه البنك المركزي أدواته التقليدية (السوق المفتوحة، معدل الخصم، نسبة الإحتياطي الإلزامي) لتوسع عرض النقود، وفي نفس الوقت تعمل السلطات المالية على زيادة النفقات الحكومية، وعلى تقليل الإيرادات الضريبية من جانب آخر، وبالعكس في فترات الرخاء التضخمي حيث يوجه البنك المركزي أدواته لتقليص حجم العرض النقدي، بينما توجه السياسة المالية نحو تقليل النفقات الحكومية وزيادة الإيرادات الضريبية.

2- الإستراتيجية غير النشطة: إن هذه الإستراتيجية إستمرار للسياسات النقدية والمالية المعتمدة في السابق، وذلك دون إحداث أي تحول هام في عرض النقود والإنفاق الحكومي ومعدل الضرائب خلال فترات التقلبات الدورية، حيث يفضل إتباع سياسات تحفظية أو حذرة اتجاه الأدوات النقدية والمالية.

وحسب الآراء المدافعين عن هذه الإستراتيجية، أن آلية التعديل الذاتي (من خلال الأدوات الإستقرار التلقائية) للإقتصاد ستكون كفيلة بتجنب التقلبات الدورية، وذلك إن لم يجر تدخل حكومي خاطئ، يسهم في كبت أو خنق هذه الآلية، و بالتالي أشار هؤلاء إلى إستمرار أزمة الثلاثينات الكبرى وتضخم السبعينات جاء نتيجة للأخطاء السياسية الإقتصادية. وفي أي من الإستراتيجيتين (النشطة أو غير النشطة) فإن العجالة في تطبيق السياسات النقدية والمالية مثل زيادة الضرائب بغرض تحقيق التوازن في الميزانية الحكومية قد تزيد من تفاقم حالة الركود الإقتصادي، كما وأن المبالغة في تغيير عرض النقود ستزيد من حدة التقلب المعني، سواء كان هذا التغيير بالزيادة، وما يترتب عليها من دفع التضخم إلى الأعلى أو بالتقليل أو ما يستتبعه من تفاقم الركود في الأسواق.

¹ نفس الرجوع السابق، ص-ص 42-44.

² ساعو باية، "الإنعاش الإقتصادي في الجزائر واقع و أفاق"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008-2009، ص-ص 16-17.

المبحث الثاني: أساسيات حول الأزمات المالية

شكل تكرار وانتشار الأزمات المالية عبر دول العالم ظاهرة مثيرة للقلق والإهتمام، لذا إرتأينا في هذا المبحث البدء بأساسيات حول الأزمات المالية عامة حيث سنتطرق إلى مفهومها، أنواعها وقنوات إنتشارها.

المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية وخصائصها

الأزمات المالية من بين الظواهر الإقتصادية التي حظيت بإهتمام العديد من المفكرين الإقتصاديين الذين حاولوا وصفها وإعطائها مفهوم محدد.

الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية

أولاً: تعريف الأزمة: إختلفت التعاريف التي قدمت لها حسب وجهات نظر المفكرين ويمكن إدراج بعضها فيما يلي:¹

1- لغة: جمعها أزمات وأزم وإزم، والأزمة تعني الشدة والقحط الضيق مطلقاً فتكون في الحرب وفي القحط وفي السياسة والإقتصاد .

2- إصطلاحاً: يعود أصل الكلمة إلى المصطلح اللاتيني (crisis) وإلى الكلمة اليونانية (krisis) والأزمة مصطلح قدم ترجع جذوره التاريخية إلى الطب الإغريقي، وتعني نقطة التحول أي أنها نقطة تحول حاسمة في حياة المريض وهي تطلق على الدلالة على حدوث تغيير جوهري ومفاجئ في جسم الإنسان.²

3- إجتماعياً: يعرف السيد عليوة الأزمة على أنها توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة وإضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة.

4- ويعرفها محسن أحمد الخضيرى على أنها: لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب به مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة³ وتأخذ أبعاداً ثلاثة تتمثل في الأتي:⁴

* **بعد المفاجأة:** حيث أن الأزمة تنشأ وتنفجر في وقت مفاجئ غير متوقع بدقة وفي مكان مفاجئ أيضاً.

* **بعد الرعب:** الناجم عن التهديد الخطير للمصالح والأهداف الجوهرية الخاصة بالكيان الإداري الحالية والمستقبلية.

* **بعد الزمن:** الناجم عن الوقت المحدود المتاح أمام مديري الأزمة وصناع القرار لإتخاذ قرار سريع وصائب.

5- سياسياً: هي الموقف الذي يؤدي إلى إستخدام القوة العسكرية في المواجهة أو التوصل إلى حل بين الأطراف.⁵

6- إقتصادياً: تعرف بنتائجها ومن مظاهرها إتهيار البورصة وحدوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة وبطالة دائمة.⁶

¹ عصام نوردين، "معجم نور الدين الوسيط (عربي-عربي)"، دار الكتب العلمية، لبنان، 2005، ص9.

² كمال رزق، عبد السلام عقون، "سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص17.

³ فريد كورتل، كمال رزق، "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد 20-أ، ص06.

⁴ عبد السلام جمعة زاقود، "إدارة الأزمات الدولية في ظل النظام العالمي الجديد"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص27.

⁵ محمد الصبري، "إدارة الأزمات"، مؤسسة حورص الدولية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص13.

⁶ دنيال أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، "تحليل الأزمات الإقتصادية للأمس واليوم"، المؤسسة الجامعة للنشر والتوزيع، لبنان، 1992، ص11.

➤ **الأزمة:** هي موقف يواجهه الأفراد أو الجماعة أو المنظمة ويكونون غير قادرين على أن يتغلبوا عليه باستخدام الإجراءات العادية الروتينية، وهذا الموقف يؤدي إلى توليد وتكوين ضغط عمل نتيجة التغيير المفاجئ.¹

➤ **نستخلص من التعاريف السابقة** أن الأزمة هي حالة أو حدث مفاجئ يمتثل أن يؤدي فيها التغيير في البواعث والأسباب إلى تغيير فجائي وحاد في النتائج، وهي حالة تتلاحق فيها الأحداث وإحتلت معها الأسباب بالنتائج ويفقد معها متخذ القرار في المنظمة قدرته على السيطرة عليها أو على مساراتها المستقبلية.²

ثانياً: تعريف الأزمة المالية: هناك عدة تعريف للأزمة المالية ومن بين هذه التعاريف ما يلي:³

1- تعرف الأزمة المالية على أنها حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الإئتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في أثارها على الإقتصاد مسببة بدورها أزمة إقتصادية ثم إنكماش إقتصادي عادة ما يصاحبها إنحصار في القروض وأزمات في السيولة النقدية وإنخفاض في الإستثمار وفي حالة من الذعر والحذر في أسواق المال.

2- كذلك نجد أنها حالة إضطراب مالي يفرض على المتعاملين في الأسواق المالية لمشكلات سيولة وإعسار مما يستدعي تدخل السلطات لإحتواء تلك الأوضاع، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل أزمة مديونية وأزمة عملات أو أزمة مصرفية.⁴

3- ويقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلبياً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم لأهم الشركات الصناعية في السوق، وما لها من أثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.⁵

4- يبدو أن الأزمة المالية عادة هي هجوم مضاربة ضد العملة الوطنية مما إضطرت السلطات بما في ذلك البنك المركزي للتدخل لضبط سعر الصرف عن طريق شراء العملة الوطنية مقابل الدولار، وفي حالة فشل عمل السلطات النقدية للبلد يحصل إنخفاض حاد في قيمة العملة.⁶

¹ يوسف أحمد أبو فارة، "إدارة الأزمات مدخل متكامل"، إترء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص-ص 23-24.

² محمود محمد العجلوني، "إدارة الأزمات في القطاع المصرفي في إقليم الشمال"، المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على إقتصاديات

الدول-التحديات-الأفاق المستقبلية-"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، يومي 28-29 أبريل 2009، ص06.

³ محمد سعيد محمد الرملاوي، "الأزمة الإقتصادية العالمية، إنذار للرأسمالية ودعوة للشرعية الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2001، ص15.

⁴ عبد العزيز قاسم محارب، "الأزمة المالية العالمية، الأسباب والعلاج"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2011، ص23.

⁵ علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكرم الكساسية، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها، أسبابها، تداعياتها وسبل العلاج"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات

الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال(التحديات، الفرص، الأفاق)"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11

نوفمبر 2009، ص7.

⁶ Hemche omar, « crises financiers effet de contagion sur les pays développés et les pays émergents », thèse de doctorat en sciences économiques, université Abou Baker Belkaid, Tlmcen, 2013-2014 , p14.

5- من مجمل التعاريف المقدمة نستخلص أن: الأزمة المالية هي تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم، السندات¹، إجمالي القروض، الودائع المصرفية ومعدل الصرف وبصفة عامة تعكس الأزمة المالية إختيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع إنكماش حاد في النشاط الإقتصادي الكلي².

الفرع الثاني: خصائص الأزمات المالية

كل الأزمات المالية مهما اختلف شكلها تتميز بمجموعة من الخصائص يمكن ذكرها فيما يلي:³

- **المفاجأة:** وتتسم بأنها تحدث بشكل مفاجئ إذ لا يمكن التنبؤ بها، وربما تؤدي إلى تدميرنا أو إلحاق الضرر بنا؛
- **نقص المعلومات:** وتعني عدم توفر معلومات من المتسبب لهذه الأزمة أو التصرف خصوصاً إذا كانت لأول مرة؛
- **تصاعد الأحداث:** إن توالي الأحداث بسرعة يضيق الخناق على من يمر بالأزمة و على صاحب القرار أيضاً؛
- **فقدان السيطرة:** إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته عن الأمور العادية؛
- **حالة الذعر:** حيث تصدر الجهات المتعلقة بالأزمة ردود أفعال شديدة كأن يعمد المدير والمسؤول إلى إقالة كل من له علاقة بوقوع الأزمة؛

- **غياب الحل الجذري السريع:** فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري فضلاً عن غياب هذا الحل أصلاً، بل تهدد بتدمير سمعة المؤسسة، وهنا لا بد من المفاضلة بين عدد من الحلول المكلفة وإختبار أقلها ضرراً.

المطلب الثاني: عناصر الأزمات المالية و مراحلها

سنتطرق في هذا المبحث إلى أهم عناصر الأزمات المالية و المراحل التي تمر بها.

الفرع الأول: عناصر الأزمات المالية

هناك ثلاثة عناصر للأزمة وهي:⁴

1- **المفاجأة وعدم التوقع:** إذ لا يجد صاحب القرار نفسه في أزمة ما إلا إذا حدثت ظروف تتسم بعدم التوقع تهدد المصالح الأساسية المنوط به حمايتها، وفي هذه الحالة يمكن أن تتسم قرارته بعدم الرشادة وينقصها التخطيط الكافي المبني على أسس موضوعية وقواعد علمية، ويقدر المفاجأة في حدوث الأزمة وقدر عدم توقعها تكون قوة قسوتها وعدم مقدرة صاحب القرار على إتخاذ الإجراءات الملائمة والكفيلة لمواجهتها .

¹ كمال رزيق، "إشكالية العلاقة بين الأخلاق والإقتصاد في ظل الأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات-الفرص-الأفاق)"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص9.

² بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص144.

³ محمود جاد الله، "إدارة الأزمات"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص-ص20-21.

⁴ إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص-ص19-20.

2- التهديد للمصالح الأساسية: إن مجرد المفاجأة في حدوث المشكلة لا يكفي لكي تدخل هذه المشكلة في مصاف الأزمات، وإنما يجب أن تتصف المشكلة فضلا عن ذلك بإحدى أو بعض المصالح الأساسية للدولة، ولاشك في أن المصالح الاقتصادية والمالية تأتي على رأس المصالح الأساسية للدولة، وهذا يعني أننا نكون إزاء أزمة مالية كلما حدث تهديد مفاجئ وغير متوقع لهذه المصالح المالية ويقدر قيمة هذا التهديد تكون خطورة الأزمة المالية.

3- الحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار: كلما كانت الحاجة ملحة لإصدار قرار ما في مواجهة الأزمة كلما كان ذلك دليلا على حدتها، وهذا يعني أن المدى الزمني الذي تستغرقه الأزمة يشكل أحد عناصر حدتها بحيث تشتد خطورتها كلما كان العمر الزمني لها قصيرا وبالعكس، لأن إحساس مصدر القرار بضيق الوقت الذي يسمح له بالتدخل لنجدة المصالح التي تهددها الأزمة يكون حائلا بينه وبين دراسة البدائل التي يمكن له الإختبار من بينها لإختيار البدائل الأكثر ملائمة لمواجهتها، وقد يدفع بصاحب القرار إلى محاولة إطالة وقت الأزمة حتى يستطيع إتخاذ قرارات رشيدة في مواجهتها، ويرتبط العمر الزمني للأزمة بمدى تشابك موضوعاتها أو تعدد أطرافها إذ تزداد حدتها كلما ترتفع درجة الصعوبة في التعامل معها، فعندئذ يتسم الوقت المتاح لإتخاذ القرارات الملائمة بشأنها بضيقه وعدم كفايته.

الفرع الثاني: مراحل الأزمات المالية

تمر الأزمات المالية بعدة مراحل تبدأ من النشوء والميلاد إلى الإختفاء وهي كالتالي:¹

1- مرحلة الميلاد: فيها تبدأ الأزمة بالظهور لأول مرة، حيث يكون شيء ما مبهم يلوح في الأفق، وينذر بموقف غير محدد المعالم أو الحجم أو المدى الذي سيصل إليه، ويرجع هذا إلى غياب المعلومات حول أسبابها وقوة الدفع المؤلدة لها، وهنا يصبح من الممكن إكتشاف العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى الأزمة، والإستعداد بما يكفل الحيلولة دون حدوثها.

2- مرحلة النمو والإتساع: فيها يتعاضم الإحساس بالأزمة ويشعر بها الكثيرون، ولايستطيع متخذ القرار إنكارها نظرا لوجود ضغط مباشر، فضلا عن دخول أطراف جديدة، سواءا لإمتداد خطرها إليهم أو لخوفهم من نتائجها، وهنا على متخذ القرار التدخل لإفقادها روافدها المحفزة والمقوية لها.

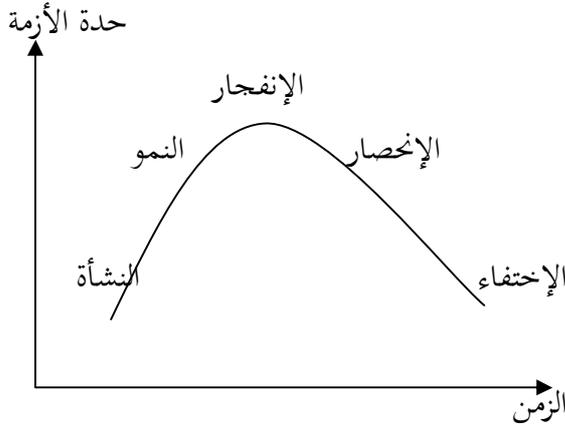
3- مرحلة الانفجار: تصل الأزمة إليها عندما يخفق متخذ القرار في التعامل مع الأزمة، وفي هذه المرحلة تصل إلى أقصى قوتها وعنفها، حيث تنفجر مولدة طاقة ضخمة ذات أبعاد مختلفة، يصعب حصرها وحتى قياس حجمها.

4- مرحلة الإنحصار والتقلص: عندما يتم مجابهة الأزمة بعد إنفجارها، للتخفيف والتقليص من شدة آثارها، تبدأ في الإنحصار والتقلص وتفقد جزءا هاما من قوة الدفع لديها.

5- مرحلة الإختفاء: تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تفقد بشكل شبه كامل قوة الدفع المؤلدة لها، أو لعناصرها التي تنتمي إليها، ومن ثم تتلاشى مظاهرها وينتهي الإهتمام والحديث عنها، إلا بإعتبارها حدثا تاريخي قد إنحصر وإنتهى.

¹كمال رزيق، حسن توفيق، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال(التحديات-الفرص-الأفاق)"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص65.

الشكل رقم (04): دورة حياة الأزمة المالية.



المصدر: كمال رزيق، عبد السلام عقون، "سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص25.

المطلب الثالث: تصنيف وأنواع الأزمات المالية

تختلف تصنيفات الأزمات المالية وأنواعها وفقا لمسبباتها، طبيعة القطاع الذي حدثت فيه ومدى حدتها.

الفرع الأول: تصنيف الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية إلى ما يلي:¹

1- الأزمات المالية التقليدية (أزمات العملة): كان سببها هو إنتهاج السياسات المالية والنقدية التوسعية التي لا تخلو من تهور، وتؤدي إلى زيادة كبيرة في الطلب وسعر الصرف أعلى من القيمة الواقعية للعملة وعجز غير قابل للإستمرار في الحساب الجاري لميزان المدفوعات ثم إنخفاض في الإحتياطي النقدي إلى درجة من الخطر تؤدي إلى نشوب الأزمة.

2- الأزمات المالية الجديدة: لقد كان لكل من الأزمات الكبرى في التسعينات، صفاتها التي تميزها عن غيرها ولكنها جميعا إشتكت في ظاهرة واحدة مهمة ولقد كانت جميعا أزمات ثقة مصدرها حساب رأس المال وعليه فهي تختلف تماما عن مشاكل المدفوعات القديمة في البلاد النامية والتي ترتبط بالحساب الجاري لميزان المدفوعات.

لقد زاد تعرض البلدان النامية لمثل هذه الأزمات في التسعينات لأن عددا كبيرا منها قام بتحرير القيود على حركة رؤوس الأموال بهدف تحقيق تكامل مع الأسواق المالية العالمية وتحسين إمكانية الحصول على التدفقات الرأسمالية الدولية، ولا شك أن مدى النفاذ إلى هذه الأسواق قد تحسن كثيرا ولكن ذلك كان على حساب زيادة في مخاطر التقلب وعدم الإستقرار المعروفة في الأسواق المالية، ومن الممكن أن تزيد التدفقات الوافدة عن الحد المبرر في بلد ما في حالة وجود توقعات حسنة يغلب عليها التفاؤل كما حدث في جنوب شرق آسيا، ولكن من الممكن أيضا أن تزيد التدفقات إلى الخارج عن حد متناسب يمكن تبريره وذلك عندما تتغير التوقعات في الإتجاه المعاكس وإتهيار ثقة المستثمرين.

¹ محمد الفنيش، "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية حول إستراتيجيات منع الأزمات وإدارتها"، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000، ص-ص15-16.

الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية

يمكن أن نميز بين أربعة أنواع من الأزمات المالية وهي:¹

1- الأزمة المصرفية: تنجم الأزمة المصرفية عندما يواجه المصرف إرتفاعا مفاجئا وتزايدا كبيرا في الطلب على سحب الودائع، فالمصرف يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض، ويحتفظ بنسبة محددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة، ويواجه المصرف أزمة مصرفية حقيقية عندما يواجه هذا الإرتفاع المفاجئ والتزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب، فتحدث الأزمة في هذا المصرف في صورة أزمة سيولة، وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى المصارف الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية، وليس بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية هي أزمة سيولة، فهذه الأزمة قد تكون أزمة إئتمان وتحدث هذه الأزمة عندما تتمتع المصارف عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن خوفا من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب.

2- أزمة أسواق المال (أزمة بورصية): وهو الإنخفاض الحاد في قيمة الأصول المالية، وهذا بعد أن سجل في فترات سابقة إرتفاع في قيمتها نتيجة للشعور بالتفاؤل لدى جميع الأطراف من أن شراء الأصول اليوم وإنتظار فترة إرتفاع أسعارها بنسبة أكبر وبيعها لتحقيق مكاسب هو أفضل إستثمار، مما دفع الكثير من الشركات إلى الإستثمار في هذا الأصل لأن عائده مرتفع، غير أن هذا الجنون الذي تعيشه أسواق المال لا يمكن أن يدوم ولا بد أن تحصل صدمة أخرى تنقص مساره، أي تدفع الأسعار وكمية السيولة إلى التراجع ومعها يتراجع الإقتصاد بالضبط فتحدث أزمة البورصة.²

3- أزمة العملة: تحدث الأزمة عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاري شديد يؤدي إلى إنخفاض قيمتها إنخفاض كبير، وهو ما يفرض على السلطات النقدية خفض قيمتها وبالتالي تحدث أزمة إنخيار سعر صرف العملة.³ وهو شبيه بما حدث في تايلاندا وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق أسيا عام 1997 و يلاحظ أن بعض تلك الأزمات تلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الإقتصادي و حدوث الإنكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.⁴

4- أزمة المديونية: تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن السداد أو عندما يعتقد المقترضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي عام.⁵ ويقصد بالمديونية تلك العملية التي تتميز بحركة تدفقات رؤوس

¹ يوسف أبو فارة، "قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات-الفرص-الأفاق)"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص6.

² نسيمه حاج موسى، مرجع سبق ذكره، ص64.

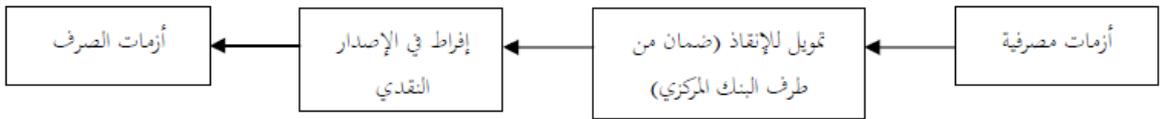
³ مفتاح صالح، معاري فريدة، "أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص5.

⁴ زهان محمد سهو، "الأزمة المالية العالمية الراهنة-المفهوم-الأسباب-التداعيات-"، مجلة الإدارة والإقتصاد، العراق، العدد83، 2001، ص256.

⁵ إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، "إنعكاسات الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد المصري نظرة عامة"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية"، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، يومي 1-2 أبريل 2009، ص08.

الأموال في اتجاه البلدان المقترضة من البلدان الدائنة وعند انقطاع حركة التدفقات تحدث أزمة المديونية الخارجية ويكون سبب هذا الإنقطاع في أغلب الأحيان راجعا إلى عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية.¹ وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى ثلاث وجهات نظر في تفسير هذا التزامن بين أزمات الصرف والأزمات المصرفية، حيث تؤكد وجهة النظر الأولى أن الأزمات المصرفية وأزمات الصرف تكون متزامنة ولها نفس الأسباب، أما وجهة النظر الثانية فتري أن الأزمة المصرفية تتبعها أزمة الصرف، أما وفق النظرة الثالثة فالعكس فإن أزمة الصرف تتبعها أزمة مصرفية في أغلب الأحيان.²

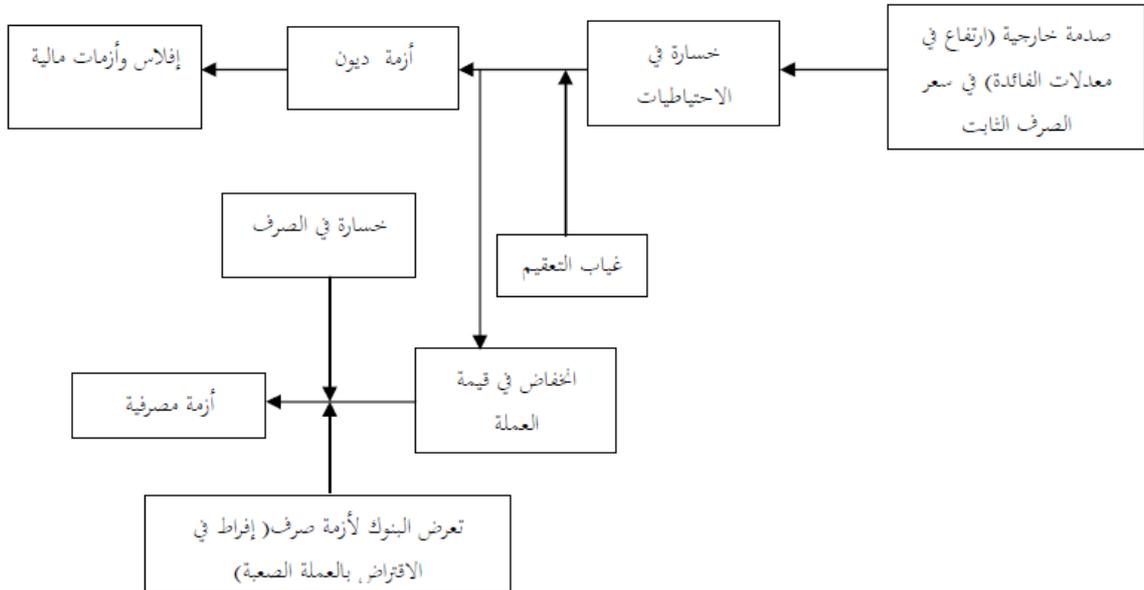
الشكل رقم (05): الأزمة المصرفية كسبب مفجر لأزمة العملة وفقا لنموذج (1987) velasco



Source: Robert Boyer, Mario Dehore et Dominique Pliphon , « les crises financières », éd la documentation française, paris,2004,p27.

يرى velasco أن الأزمة المصرفية هي المتسببة في إحداث أزمة صرف عن طريق وساطة الإصدار النقدي المحلي المفرط، والتي تنتج عن اللجوء للمساعدة الاستثنائية التي يقدمها البنك المركزي للنظام المصرفي بهدف تحقيق إستقرار.

الشكل رقم (06): أزمة العملة كسبب مفجر للأزمة المصرفية وفقا لنموذج (1994) Stocker



Source : Robert Boyer, Mario dehore et Dominique pliphon, « les crises financières », éd la documentation française, paris, 2004, p28.

¹قحارية أمال، "أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 03، ص136.

²Robert Boyer, Mario dehors et Dominique pliphon, « les crises financières », éd la documentation française , paris, 2004, p27 .

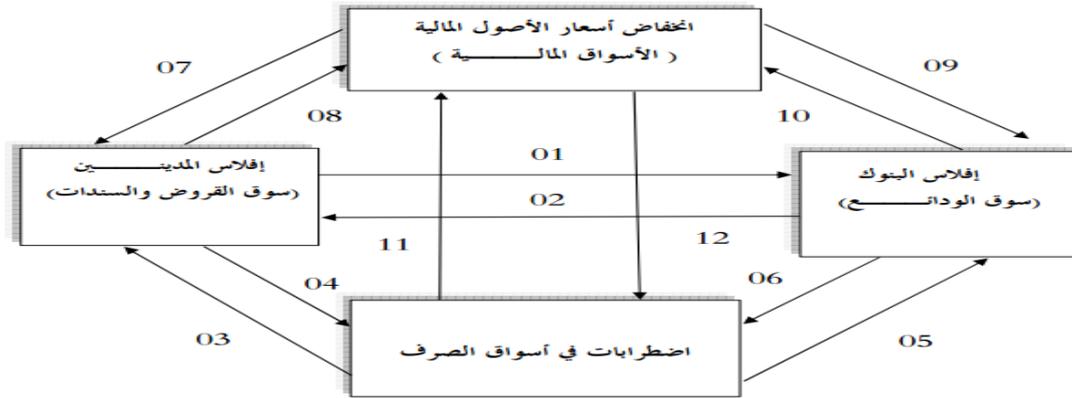
وعلى عكس فلاسكو يعتبر ستوكر أن أزمة الصرف هي التي تؤدي إلى إحداث أزمة مصرفية فلا تستطيع البنوك مقاومة خسائر الصرف الناتجة عن التخفيض التي تضاف إلى الضغوط الناتجة عن خسائر احتياطات الصرف غير المعقمة للبنك المركزي التي تسبب في إنكماش القروض البنكية.

على ضوء ما سبق، يمكن القول أن الأزمات المالية ذات جذور مشتركة فالأزمة قد تبدأ في شكل نوع واحد فقط من الأزمات ثم تتطور لتشمل الأنواع الأخرى، وهي تتسم بدرجة كبيرة من الترابط بينها أو التابع في بعض الأحيان، إذ قد تتزامن عناصر أزمات العملة والبنوك والدين في وقت واحد، غير أن الأزمات المصرفية غالبا ما تسبق أزمات العملة، كما حدث في تركيا، كما أن المشاكل المصرفية عادة ما تسبق أزمات المديونية كما حدث في الأرجنتين.¹

المطلب الرابع: قنوات إنتشار الأزمات المالية

توجد مجموعة من القنوات تساهم في إنتشار الأزمة المالية فقد تنتشر الأزمة المالية من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام الأخرى، كما يمكن أن تتسع لتشمل دول أخرى.

الشكل رقم (07): قنوات إنتشار الأزمات المالية.



المصدر: أوكل نسيمة، "الأزمات المالية وإيجاد الية لتنشؤ بها في البلدان الناشئة"، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2007، ص 63.

أولا: الإنتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

يوضح الشكل السابق مختلف القنوات المحتملة لنشوء الأزمات المالية وفيما يلي شرح لهذه القنوات:²

-القناة الأولى: وتمثل إنتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالإنقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها وهو ما حدث في أزمة المديونية سنة 1982 ؛

¹نادية العقون، "العولمة الإقتصادية والأزمات المالية:الوقاية والعلاج دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد التنمية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012 - 2013، ص 15.

² نسيمة حاج موسى، مرجع سبق ذكره، ص-ص 41-42.

-**القناة الثانية:** تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدنيين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929؛

-**القناة الثالثة:** أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرون عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى؛

-**القناة الرابعة:** إفلاس المدنيين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك إضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة؛

-**القناة الخامسة:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك؛

-**القناة السادسة:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج؛

-**القائتين السابعة والثامنة:** وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الإستثمار في السندات هو بديل عن الإستثمار في الأسهم؛

-**القائتين التاسعة والعاشر:** وتعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية؛

-**القائتين الحادي عشر والثانية عشر:** وتوصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال، والعكس فمثلاً عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون على تخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.

ثانياً: الانتقال من دولة إلى أخرى

تتسع الأزمة المالية لانتقل إلى دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة وذلك بالطرق والقنوات التالية:¹

-**الإتفاقيات التجارية** وما قد ينجر عنها من ضغوطات على سعر الصرف والإنخفاض السريع المعتبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما الذي يدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلباً على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان؛

- **وجود علاقات وروابط مالية** بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى إنتشار الإنعكاسات السلبية وإنتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

¹ اكمال رزيق، حسن توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 14.

المبحث الثالث: أسباب الأزمات المالية، تفسيراتها وسياسات تجنبها

لقد إنجر عن الأزمات المالية عدة آثار مما دفع بحكومات الدول التي تعرضت إلى هذه الأزمات إلى البحث عن أسبابها ومؤشرات للتنبؤ بها من أجل معالجتها وتجنب وقوع مثيلاتها في المستقبل أو التصدي لها للتخفيف من أثارها.

المطلب الأول: أسباب الأزمات المالية

توجد جملة من الأسباب تتضافر فيما بينها لإحداث أزمة مالية ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي:¹

1- عدم إستقرار الإقتصاد الكلي: إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري؛ فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والإستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة.

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية؛ أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة فيها لا تؤثر فقط على تكلفة الإقتراض، بل تؤثر أيضا على تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ويقدر ما بين 50-65% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينيات، كان سببها التقلبات في أسعار الفائدة عالميا.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية؛ المصدر الثالث من مصادر الإضطرابات على مستوى الإقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من إضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، وذكرت الدراسة أن وقوع الأزمات المالية كانت نتيجة إرتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو إرتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما على المستوى المحلي؛ فالتقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد إعتبر الركود الإقتصادي الناتج عن إرتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي، كما أن هناك آثار سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

2- إضطرابات القطاع المالي: حيث شكل التوسع في منح الإئتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج، وإختيار سوق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي يسبق حدوث الأزمات المالية²، كذلك الإفتتاح الإقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الإنغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الإقتراض

¹ ناجي التوني، "الأزمات المالية سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية"، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، 2004، ص 4.

² محمد عبد الوهاب العزاوي، "الأزمات المالية حديثها وقديمها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة"، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 83

وصغر حجم ودور القطاع المالي في الإقتصاد، فمن ناحية يؤدي التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الإستهلاكية أو العقارية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري، كما كانت إنتكاسة سوق الأوراق المالية هي القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية في الدول النامية، وكانت الإنتكاسة أكبر في الدول النامية مقارنة بالدول الصناعية خلال حقبة الثمانينيات والتسعينيات، ودلت دراسة مشكان MISHKAN 1994 أنه من بين الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية إنحيار سوق الأوراق المالية بصورة متكررة كما حدث في فنزويلا في بداية التسعينيات، ويمكن إبراز اضطرابات القطاع المالي فيمايلي:¹

*** عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف:** إذ يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم بين أصول وخصوم المصارف، خصوصا من جانب عدم الإحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة إنتزامتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتا مما يغري المصارف المحلية بالإقتراض من الخارج، وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الإستحقاق.

*** تحرر مالي غير وقائي:** إن التحرير المتسارع بعد فترة من الإنغلاق والتقييد يؤدي إلى حدوث أزمة فعندما يتم تحرير أسعار الفائدة تفقد البنوك الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل أسعار الفائدة المدارة، ويتوافق ذلك مع التوسع في الائتمان والذي يؤدي بدوره إلى إرتفاع أسعار الفائدة المحلية كما أن التحرير المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يحتملها البنك.

*** تدخل الدولة في تخصيص الائتمان:** من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول كان الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية خصوصا في عملية تخصيص القروض الائتمانية، وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على القطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.

*** ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي:** تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة البنك الائتمانية، كما تعاني من الضعف القانوني السائد للعمليات البنكية وعدم الإلتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأس المال البنك، كما يؤدي نقص الرقابة إلى التقييم غير الدقيق وغير الكافي للمخاطر الائتمانية وتركيز المخاطر في مجال واحد كالتوسع في منح القروض العقارية والإستهلاكية، كما حدث في الأزمة المالية في كوريا الجنوبية وظهر التبع التاريخي للأزمات المالية أن التنظيم والرقابة يأتيان دائما بعد حدوث

¹ عبد الغاني بن علي، "أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010، ص-ص 8-9.

الأزمة، والملاحظ أيضا التراجع عن تلك الإجراءات التنظيمية بمجرد زوال حدة الأزمة مما أدى إلى تكرار الأزمات وبالتالي عدم وجود وقاية حقيقية وفي معظم الأحوال تتم معالجة الجوانب الفنية المسببة للأزمة وتجاهل الجانب الهيكلي والتنظيمي.

3- تشوه نظام الحوافز: يساهم القائمون على الإدارات العليا في المؤسسات المالية بدورهم في حدوث الأزمات المالية من خلال سعيهم في الحصول على أرباح طائلة، أما المخاطر الناجمة عن التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجال الإدارة في تلك المؤسسات (خاصة مع ضعف نظم الرقابة) التي تهتم فقط بالأرباح القصيرة الأجل، حيث يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك وكذا أدى الإهتمام بالأرباح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي للمخاطرة في المدة الطويلة مثلما حدث في أزمة الرهن العقاري.¹

4- إنتشار الفساد الأخلاقي الإقتصادي: مثل الإستغلال والكذب والشائعات والغش والإحتكار والمعاملات الوهمية وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم، أي ظلم من الأغنياء والدائنين للفقراء والمدينين وهذا سوف يقود إلى تدمير المظلومين عندما لا يتحملون الظلم، وسوف يقود ذلك إلى تدمير المدينين وحدث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم.²

5- نظام المشتقات المالية: وهي أوراق مالية جديدة وإختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على أصل واحد، وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية (توريق الدين) وعندما تنخفض قيمة الأصل فإن الأصول المتولدة من هذا الأصل سيحدث لها الإنهيار (قيمة الأصل)، إذ يمكن القول أنها معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الإحتمالات ولا يترتب عليها أي معاملات للسلع والخدمات فهي بعينها مقامرة.³

6- عدم تماثل المعلومات: إن أحد وأهم العوامل الأساسية التي تساهم في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم، وينتج عنه إتخاذ قرارات خاطئة كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الإستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفاء للنظام المالي والمصرفي وإنتشار ما يسمى بسلوك القطيع وإنتشار (سريان الإشاعات).⁴

7- سياسات سعر الصرف: يلاحظ أن الدول التي إنتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، فمثلا في ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية القيام بدور مصرف الملاذ الأخير للإقتراض بالعملات

¹ موسى اللوزي وآخرون، "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال- الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية-"، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص34.

² بريتش عبد القادر، "إدارة المخاطر المصرفية وفقا لمقررات بازل 2 و 3 ومتطلبات تحقيق الإستقرار المالي والمصرفي العالمي ما بعد الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر الدولي الأول حول "إدارة المخاطر المالية وإنعكاساتها على إقتصاديات دول العالم"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أكلي محمد أولحاج بويرة، يومي 12-13 ديسمبر 2012، ص6.

³ محمد نايف فارس غرابية، "تحليل الأزمات المالية وإمكانية التنبؤ بها"، قدمت هذه الرسالة إستكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة ال البيت، الأردن، 2010، ص43.

⁴ نفس المرجع السابق، ص39.

الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لإحتياطياتها من النقد الأجنبي، وحدثت أزمة العملة وقد تمخضت عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وإرتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط تفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي وفي المقابل وعند إنتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سيؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة، وإلى زيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر إتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.¹

المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلاً بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للإستخدام هو بناء "نظام للإنذار المبكر"، وهو يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة.

يتسع نطاق المتغيرات ويتوقف إختيارها على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فإذا كان الإعتقاد السائد أن أسبابها مالية، فسوف يعتمد على العجز المالي، الإستهلاك الحكومي، الإئتمان المصرفي للقطاع العام... وغيرها، أما إذا كان يعتقد أن مشكلات القطاع الخارجي مسؤولة أكثر عن الأزمات، فإن الأولوية سوف تعطى لمؤشرات أخرى مثل: سعر الصرف الحقيقي، ميزان الحساب الجاري، تغيرات معدل التبادل الدولي، تفاوت أسعار الفائدة المحلية وغيرها. بإستخدام المنهج السابق، أظهرت دراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة ومتخلفة خلال الفترة من 1975-1997 أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار الصرف، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية، قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة بسنة أو سنتين. ويمكن تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لأزمات في سوق الأوراق المالية و العملات في صنفين هما:²

1- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية.

2- الخصائص الهيكلية للسوق (البنوية).

و يمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية.

¹ <http://www.icn.com/ar/articles/2011/>، تم الإطلاع عليه في 20-11-2013.

² زايدي عبد السلام، مقران يزيد، "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية"، ملتقى دولي ثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المصرفية"، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص-ص 7-9.

الفصل الأول: الجوانب النظرية للأزمات المالية

| التطورات في الاقتصاد الكلي | الخصائص الهيكلية أو البنوية |
|---|---|
| - إرتفاع معدل التضخم ونمو سريع في التدفق النقدي. - إنخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات. - عجز مالي متزايد. - إرتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض. - إرتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي. - نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية. - إنخفاض الاحتياطي العالمي. - إنخفاض النمو الإقتصادي الحقيقي. - إرتفاع معدل الأسعار والأرباح. - إرتفاع معدلات الفائدة المحلية وإرتفاع معدل البطالة. | - إنخفاض معدلات التبادل. - إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات . - قطاع التصدير أكثر تركيزا. - إرتفاع معدل التغير للديون الخارجية. - إرتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل. - تحرر سوق المال الحديث. - إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها. - أسواق الإئتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية. - إنخفاض الإكتتاب في سوق الأسهم. - سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم. - الرقابة على دخول السوق والخروج منه. |

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، "العملة المالية و إمكانيات التحكم في عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص39.

المطلب الثالث: تفسير الأزمات المالية

ميزت الدراسات الإقتصادية والمالية بين مدرستين كبيرتين لتفسير الأزمات المالية وهما:¹

-مدرسة الأسواق التامة والتوقعات العقلانية: تقدم هذه المدرسة تفسيراً يرتكز أساساً على فرضية العقلانية، وعلى تناظرية المعلومات وعلى حالة عدم التأكد وهي مبادئ يمكن أن تفسر سلوك الأعوان الإقتصاديين عند التعرض لصدمات خارجية، وإستناداً لهذه النظرية فبمجرد ظهور أزمة خارجية من شأنها التأثير على نوعية أصول البنوك، يصيب المودعين هلع مالي فيقبلون نحو البنوك لسحب ودائعهم وفي هذه الحالات عادة ما تسود قاعدة " أول من يأتي للبنك هو أول من يسترجع وديعته" وبالتالي سيتم التحويل التدريجي للودائع إلى سيولة بحيث يتحصل المودعون واحد بواحد على وديعته حتى نفاذ أصول البنك، في هذه الظروف لا بد على المودعين العقلانيين أن لا يتأخروا في القدوم إلى البنك قصد تحويل ودايعهم إلى سيولة قبل نفاذ الأصول، الأمر الذي قد يعطي تفسيراً عقلانياً للأزمات المصرفية. ويمكن تطبيق نفس التحليل على الأسواق المالية، فظهور الشكوك حول مستوى السيولة في السوق المالية، أو حول سلوك بعض المتعاملين فيه وصناع السوق، قد ينجر عنه ظهور الميل لدى الأعوان أصحاب الأصول إلى التنازل عن أصولهم، وهو الأمر الذي قد يؤدي إلى إرتفاع الطلب على السيولة وإنخفاض أسعار الأصول المالية، من ثم فسيكون من العقلاني لدى كل عون التخلص الفوري لكل الأصول التي بحوزته قبل الأعوان الآخرين وذلك قصد تجنب احتمال لتكبد خسارة في رأس المال.

¹ كمال بن موسى، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل"، معهد

العلوم الإقتصادية والتجارية والتسيير، المركز الجامعي بگرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص-ص6-8.

2- مدرسة عدم الاستقرار المالي: على عكس المدرسة الأولى تعتبر هذه المدرسة أن الأزمة المالية ما هي إلا نتاج آلية داخلية، وتؤكد على ظاهرة عدم الإستقرار المالي الذي تعتبره كعنصر مرتبط مع سير الإقتصاد، وتفترض هذه المدرسة أن جميع المتعاملين ليسوا متشابهين، وأنه لا يوجد إلا عدد قليل من المتعاملين أذكيا وهم على دراية بكل شيء، ويتميزون بالخبرة والكفاءة وعلى ضوء ذلك يتبين عدم التجانس بين الأعوان الإقتصاديين من حيث الحصول على نفس المعلومات لأن هذه الأخيرة تتطلب أيضا تكاليف باهظة، وفي حالات عدم التأكد قد يكون من المنطقي أن يعتمد كل عون إلى تقليد الأعوان الآخرين والذين يعتبر أنهم أصحاب خبرة وكفاءة ولهم معلومات تمكنهم من إتخاذ القرارات الصائبة، وبفعل ذلك التقليد والمحاكاة ينتج هنا سلوك عقلائي.

أما اللاعقلانية في تصرف الجماهير فقد تبلور عن تجميع سلوكيات عقلانية فردية سلوك جماعي لاعقلاني، فالأفراد يتوهمون مثلا وجود سيولة كافية في السوق، لكن هذا الإعتقاد جماعيا لا يكون دائما صائبا إلا الأفراد الذين تخلو عن أصولهم المالية قبل الآخرين.

المطلب الرابع: آثار الأزمات المالية وسياسات تجنبها

الفرع الأول: آثار الأزمات المالية

تترتب على الأزمات المالية سلسلة من الإختيارات ويمكن حصر نتائجها فيما يلي:¹

- ضياع مدخرات المودعين وثرواتهم وضعف الثقة في النظام المصرفي بإعتباره وسيطاً بين المدخرين والمستثمرين؛
- توقف الكثير من المشاريع التي تعتمد في تمويلها على المصارف المتعثرة، كما أن الكثير من الشركات لن تجد التسهيلات الإئتمانية للحصول على متطلباتها التشغيلية، ويرتفع معدل إفلاس الشركات مما يؤدي إلى إرتفاع معدل البطالة؛
- تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وإنخفاض قيمة الأصول مما يدخل النظام الإقتصادي في معضلة خصوصاً عندما تستخدم هذه الأصول كضمان للقروض المصرفية؛

- عدم ثقة المستثمرين الأجانب في الإقتصاد الوطني، وإذا كانت لديهم إستثمارات مباشرة أو غير مباشرة في محافظ الأوراق المالية فإنهم سيهرعون إلى سحب هذه الإستثمارات إلى خارج الدولة مما يشكل ضغطاً على أرصدة العملات الأجنبية وبالتالي يؤدي إلى تدهور أو إنحيار قيمة العملة الوطنية؛

- تضائل الثقة بالأنظمة الإقتصادية خاصة المالية منها والسياسية القائمة؛²

- إنخفاض في الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحساب وتفاقم في المديونية للخارج؛

- تدهور في مؤشرات البورصات العالمية، وإنخفاض في أسعار الأسهم وخاصة الشركات متعددة الجنسيات؛

- حدوث إنخفاض في الدخل الوطني وإنكماش في التجارة الخارجية للدول المعنية بالأزمة؛

¹ كمال رزق، عبد السلام عقون، مرجع سبق ذكره، ص33.

² عبد الله إبراهيم القويز، "الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وإنعكاساتها الإقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد

4، ديسمبر 1998، ص5.

- إنخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين ومعدل استخدام الطاقة الإنتاجية.¹

الفرع الثاني: سياسات تجنب الأزمات المالية

من السياسات الهادفة إلى تقليل وتجنب حدوث الأزمات المالية مايلي:²

- العمل على تقليل الإضطرابات والمخاطر التي يتعرض لها الجهاز المصرفي خصوصا تلك التي تكون تحت التحكم الداخلي للدولة، وذلك عن طريق استخدام أسلوب التنوع وشراء تأمين ضد تلك المخاطر والإحتفاظ بجزء أكبر من الإحتياطيات المالية لمواجهة مثل تلك التقلبات وإستخدام سياسات مالية ونقدية متأنية وأكثر إلتزاما بأهدافها؛

- الإستعداد والتحضير الكافي لحالات الإنتكاس في الأسواق المالية والرواج المتزايد في منح الإئتمان المصرفي وتوسع الدور المالي للقطاع الخاص، وذلك عن طريق استخدام السياسات المالية والنقدية التي تستطيع أن تتعامل مع تلك المشاكل من جهة وتصميم نظام رقابة مصرفية يقوم بتعديل وتقليل درجة التقلبات وتركيز المخاطرة في منح الإئتمان من جهة أخرى ؛

- التقليل من حالات عدم التلاؤم والمطابقة في السيولة مع إلتزامات المصرف الحاضرة والمطلوبة، هو آلية لتنظيم العمليات المصرفية في هذا المجال خصوصا في الأسواق الناشئة وقد يكون ذلك عن طريق فرض إحتياطي قانوني عالي خلال الفترات العادية ويمكن تقليله في حالات إحتياج المصرف للسيولة خاصة في فترة الأزمات المالية والإستعداد أيضا لمواجهة الأزمات من خلال الإحتفاظ بإحتياطيات كافية من النقد الأجنبي؛

- الإستعداد الجيد والتهيئة الكاملة في تحرير السوق المالي كما يفترض العمل على تطوير وتعديل الأطر القانونية والمؤسسية والتنظيمية للقطاع المصرفي؛

- تقليص دور الدولة في القطاع المصرفي والتقليل من القروض الموجهة من الحكومة مع إعادة هيكلة القطاع، وقد يكون السبيل لذلك هو الحث والتخفيف على تقليص دور السيولة من خلال برنامج لخصوصية القطاع المصرفي؛

- منع وعزل أثار سياسة سعر الصرف المعمول بها من التأثير السلبي على أعمال المصارف أو التهديد بإحداث أزمة في القطاع المصرفي؛

- إعطاء إستقلالية أكبر للمصارف المركزية بمعنى منع التدخل الحكومي عند قيام المصرف المركزي بأداء وظيفته الأساسية وهي تنفيذ السياسة النقدية بحيث تقوم تلك الأخيرة على أساس إقتصادي ولا تتدخل أغراض السياسة المالية فيها؛

- توفير محيط تنافسي في السوق المالي وذلك عن طريق فتح المجال لمصارف جديدة سواء محلية أو أجنبية والحد من إنتشار إحتكار القلة؛

- رفع الحد الأقصى لرأس المال المدفوع والمصرح به حتى تستطيع المصارف تلبية إلتزاماتها الحاضرة والمستقبلية في عالم تتسم فيه عمليات إنتقال رؤوس الأموال بسرعة فائقة.

¹ نفس المرجع السابق، ص5.

² زايدي عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص-ص26-27.

المبحث الرابع: عرض لأهم الأزمات المالية

لقد شهد العالم موجات متتالية من الأزمات، أدت في غالب الأحيان إلى إحداث ثغرات ضخمة في الإقتصاد وضياح أصول مالية هائلة في الأسواق المالية لهذه الدول وبهدف التعرف على أهم الأزمات المالية التي زعزعت إقتصاديات هذه الدول، إرتأينا دراسة بعضها كما يلي:

المطلب الأول: الأزمات المالية في الإقتصاديات المتقدمة

عرف الإقتصاد العالمي الكثير من الهزات المالية، إختلفت في مدتها وآثارها من أزمة إلى أخرى، إلا أن العالم وبحدوث أزمة 1929 قد نسي كل الأزمات السابقة، وبقي الحديث على هذه الأزمة فامتدت آثارها لعدد كبير من القطاعات واستمرت لفترة طويلة إلى أن تكررت الأزمة سنة 1987 إلا أنها كانت أقل أثر من أزمة الكساد العظيم.

الفرع الأول: أزمة الكساد العظيم 1929

بعد الأزمة التي إجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى شهدت العلاقات النقدية والمالية الدولية إستقرارا نسبيا بفضل الإصلاحات والتعديلات التي أدخلت على الأنظمة النقدية السائدة، لكن هذا الإستقرار ما لبث أن إختفى مع إنفجار الأزمة الإقتصادية العالمية 1929 والتي شملت مجالات الإنتاج، التجارة ومختلف العلاقات النقدية والمالية حيث بدأت أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك بالإزدهار منذ عام 1924، وإستمرت بالإرتفاع على مدى خمس سنوات إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 28 أكتوبر 1929 وإرتفاع مؤشر داوجونز إرتفاعات شديدة لم يسبق لها مثيل حيث إنتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة مقدارها 273 % وأدى ذلك إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عمليات السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار وإفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد.

1- وتميزت الأزمة بالخصائص التالية مقارنة مع الأزمات الأخرى:¹

- لقد تسببت في زعزعة الإستقرار في النظام الرأسمالي بكامله، فقد إستمرت لفترة طويلة نسبيا لمدة أربع سنوات؛
- وكان لها صفة دورية إنطلاقا من إرتباطها الوثيق بالأزمات الإقتصادية الرأسمالية الدورية؛
- عمق وحدة هذه الأزمة بشكل إستثنائي ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا انخفضت عمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين، وقد بلغ عدد البنوك التي أفلست منذ بداية عام 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10000 بنك أي حوالي 40% من عدد البنوك الأمريكية وهذا أدى إلى ضياح الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار؛
- الإخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة حيث كان سعر الخصم في بنك إنجلترا خلال الفترة 1929-1933 بحدود 3,1% مقابل 5,5% في عام 1929 حيث يرجع سبب إرتفاع أسعار الفائدة في بداية الأزمة إلى تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة؛
- اختلاف أمد وحدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير وتوقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا.

¹محمد العربي ساكر، "محاضرات في الإقتصاد الكلي"، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2006، ص131-ص132.

- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه إنهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وفي نفس الوقت تدهورت القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازين المدفوعات وإنخفاض حجم الإحتياطات الذهبية الرسمية.

2- و من بين النتائج المترتبة:¹

-إمتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي؛
-فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الإقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل، دعه يمر" ؛
- قيام الإقتصاديين في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر؛
-ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

3-أسباب أزمة الكساد العظيم: من بين الأسباب التي أدت إلى إنفجار الأزمة ما يلي:²

* الإرتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف وزائد عن الطبيعي للأسباب التالية:
-التصريحات المتفائلة والصادرة عن الصناعيين مثل المدير العام لشركة جنرال موتورز سنة 1928، أو عن رجال السياسة كوليديج رئيس الولايات المتحدة وعن إقتصاديين مثل ارفينج فيشر الذي أكد في خريف 1929 أن أسعار الأسهم بلغت ما بدا سقفا عالميا مستمرا؛
-وفرة الإدخار وسهولة الإقتراض لشراء الأسهم؛
-إنشاء الشركات الإستثمارية المتعددة والتي إنتشرت في الولايات المتحدة الأمريكية؛
-تسامح السلطات النقدية الأمريكية وذلك بعدم رغبتها في الوقوف في وجه حركة الإرتفاع، خاصة وأن قيام بنك الإحتياطي الفدرالي برفع معدل الخصم من 5% إلى 6% في أوت 1929 يعتبر متأخرا؛
-المضاربة الوهمية حيث إرتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال، وليس لأن توزيعات وأرباح الشركات في إرتفاع، أي أن الأسعار تتصاعد وتصل إلى مستوى لا يقابل أبدا أرباح الشركات؛
-إتجهت الأسعار نحو الإنخفاض في سبتمبر 1929 وزاد توتر الأعصاب كما يدل ذلك على عدم إنتظام التسعير في البورصة؛

-إتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق وعمليات البيع الشاملة من أجل أوامر البيع؛

¹عبد الله شحاته، "الأزمة المالية، المفهوم، الأسباب"، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://fr.slideshare.net/guest4464e0/ss-331004>

، تم الإطلاع عليه يوم 2014-12-23.

² نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص-ص 88-90.

-زيادة العرض وحدوث المزيد من التدهور في الأسعار نتيجة تصفية صفقات الشراء النقدي الجزئي وذلك ببيع الأوراق المحلية محل الصفقة لعدم توفر السيولة الكافية لدى بعض المتعاملين لزيادة مساهمتهم وإن البعض الآخر لم تكن لديهم الثقة في إستعادة السوق لتوازنه؛

-مع بداية إنخفاض الأسعار سارع المضاربون والمستثمرون الذين يرغبون في التغطية إلى بيع المزيد من الأسهم على المكشوف مما أسهم في مزيد من تدهور الأسعار؛

-الممارسات غير الأخلاقية: ومن أهم صور الممارسات التي كثر التعامل بها في الصفقات التي كانت تجري على الأوراق المالية طيلة فترة الكساد الكبير كالبيع الصوري* والشراء بغرض الإحتكار، وإستغلال ثقة العملاء وإتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية .

4- طرق معالجة أزمة 1929:

سنعرض لأهم الإجراءات التي قامت بها الدول الصناعية الكبرى آنذاك، للخروج من الأزمة وهي كالتالي:¹

* **خطة التحرك الجديد للولايات المتحدة:** هي إجراءات تهدف للخروج السريع من الكساد، وتعمل على المحاور التالية:

-**الأولوية الأولى لمحاربة البطالة:** عبر إنشاء مجموعة من الوكالات الفدرالية لتشغيل البطالين في نشاطات المنفعة العامة وإطلاق عدد من المشاريع العمومية الضخمة وتدعيم الإعانات المقدمة للبطالين بإحتساب أفراد عائلاتهم.

-**الأولوية الثانية لمحاربة فائض الإنتاج وإنخفاض الأسعار:** وقد إستهدفت الحكومة الرفع السريع للأسعار، كشرط لتجديد قدرة المؤسسات على تحقيق الأرباح.

* **في إنجلترا:** عند بداية الأزمة وإنحصار التجارة الخارجية حاولت إنجلترا أولاً دعم عملتها بالإقتراض من الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا ولكن في سبتمبر 1931 قامت بتعويم الجنيه الإسترليني ولم يستقر إنخفاضه إلا في نهاية السنة بعد أن تدنى بنسبة 31% وقد رافق هذا إنخفاض كبير في أسعار الفائدة وقادت هذه السياسة إلى نتائج فورية تمثلت في إرتفاع الإنتاج الصناعي إبتداءً من سنة 1932 بنسبة 10% وإنخفاض معدل البطالة بمعدل 7%.

* **الإقتصاد الألماني:** تم إعتقاد سياسة إنعاش طوعية مؤسسة على الطلب الداخلي بدل الإستيراد وتبنت خطة أولية للإنعاش سنة 1933 بضخ النقود في الإقتصاد في شكل مساعدات مالية لبناء السكنات والأشغال العمومية الكبرى خاصة الطرق، وقد تزايدت هذه الإعانات من 2,5 مليار مارك سنة 1933 إلى 10,3 مليار مارك سنة

* و يطلق عليه البيع المظهري وهو خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم.

¹ بلعوج بوالعبد، جاب الخير وردة، "من الأزمة المالية 1929 إلى الأزمة المالية 2008 مقارنة وإستخلاص العبر"، الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، جامعة قسنطينة، يومي 6-7 أبريل 2009، ص-ص 9-10.

1938 وقد سمحت هذه السياسة بتخفيض معدلات البطالة إلى 3 ملايين سنة 1935. وإبتداء من 1935 تبنت خطة رباعية لمدة أربع سنوات واستهدفت:

- تشكيل مخزون من المواد الأولية الإستراتيجية ورفع إنتاج الصناعات الثقيلة والصناعات الحربية؛
- وأدى هذا البرنامج إلى نتائج معتبرة، فارتفع إنتاج الصلب ومعه الناتج المحلي الوطني 4,4 % سنويا، وفي 1939 زالت البطالة تماما.

* برنامج اليسار الفرنسي: تبنت الحكومة برنامجا لإنعاش الإقتصاد يعتمد على ثلاث نقاط رئيسية:
- إنعاش الإنتاج عبر رفع المداخيل والقيام بالمشاريع الضخمة وتخفيض هام في ساعات العمل دون تخفيض الأجور؛
- رفض خفض قيمة العملة؛
وكانت نتائج البرنامج مقبولة، فقد ارتفع الإنتاج الصناعي 16% في سنة واحدة، وإنخفضت البطالة ب18% بين 1935 و1938.

الفرع الثاني: أزمة البورصات 1987

شهدت البورصات العالمية يوم الإثنين 19 أكتوبر 1987 إهتزازات كبيرة لم يشهد لها التاريخ مثالا واعتبر ذلك اليوم أسوء يوم تداول لمدة قرن على الأقل، وأطلق عليه يوم الإثنين الأسود (lundi noir) وقد اختلفت الآراء حول تحديد البلد الذي بدأت منه بوارد هذه الأزمة حيث ساد الإدعاء بأن الأزمة كان مصدرها أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت إلى باقي الأسواق في العالم، بينما يرى البعض الآخر أنه حدث العكس، حيث ظهرت الأزمة في الأسواق الآسيوية تبعتها الأسواق الأوروبية ثم أسواق الولايات المتحدة الأمريكية.¹
إرتبطت أزمة عام 1987 بيوم الإثنين الموافق ل 19 أكتوبر من تلك السنة، وذلك على الرغم من أن الهبوط في الأسعار قد حدث بالفعل في فرنسا ونيوزيلندا وإسبانيا عند إفتتاح تلك الأسواق في يوم الأربعاء 14 أكتوبر، ثم إنتقل إلى الأسواق الأمريكية بعد ذلك بساعات بسبب فروق التوقيت ليستمر الإنخفاض في كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع، أي إلى يوم الجمعة 16 أكتوبر غير أن الإنخفاض عند الإفتتاح في يوم الإثنين كان كبيرا، حيث بلغ في المتوسط حوالي 22.6% مقارنة بأسعار الإقفال في يوم الجمعة السابق.²
فقد أغلق مؤشر "داوجونز" الصناعي عند مستوى 1738,74 نقطة مسجلا بذلك إنخفاضا قدره 508 نقطة أي بنسبة 21,6% عن مستواه السابق 2247,04 نقطة.³

¹ Benoit mandelbort ,richard lhudson , « une approche fractale des marchés risquer perdre et gagner », éd Odile jacob, paris, 2009 , p220.

² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص144.

³ ضياء مجيد، "البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، 2008، ص12.

وهبطت أسعار أسهم نيويورك بنسبة 26%، ولقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار توزعت بنسب 22%، 17%، 15%، 12% على كل من المراكز المالية الآتية: لندن، طوكيو، فرانكفورت وأمستردام.¹

الجدول رقم (02): التسلسل التاريخي لأزمة الإثنين الأسود

| التاريخ | أهم الأحداث |
|-------------------------|--|
| الأربعاء 14 أكتوبر 1987 | -هبوط في أسعار الأسهم الذي حدث في الأسواق الأوروبية ثم إنتقلت في ذات اليوم إلى الأسواق الأمريكية لكن بعد بضع ساعات سبب فارق التوقيت. |
| الجمعة 16 أكتوبر 1987 | -إنخفاض في باقي الأسواق. |
| الإثنين 19 أكتوبر 1987 | -إنخفاض حاد في الأسعار في الأسواق الأمريكية و أيضا في الأسواق الأوروبية و أيضا في اليوم الذي يليه. |
| الثلاثاء 20 أكتوبر 1987 | -إنخفاض حاد في الأسعار في الأسواق الآسيوية وهي هونكونغ، ماليزيا، سنغافورة، اليابان، نيوزيلاندا وأستراليا. |

المصدر: عماد صالح سالم، "إدارة الأزمات في بورصة الأوراق المالية"، أبو ظبي، 2002، ص 306.

1- أسباب أزمة 1987:

يمكن إجمال أسباب الأزمة النقدية والمالية الدولية لشهر أكتوبر 1987 في النقاط التالية:²

- إستمرار عجز الميزان التجاري الأمريكي الذي قد يتجاوز 17 مليار دولار خلال شهر أكتوبر حسب النشرات الإحصائية لوزارة التجارة الأمريكية، وتوقعات الكثير من الملاحظين والمراقبين الإقتصاديين؛
- توقع لجوء الولايات المتحدة الأمريكية إلى معالجة العجز في ميزانها التجاري عن طريق تخفيض قيمة الدولار، بهدف زيادة الصادرات والحد من الواردات، هذا ما أدى إلى تخفيض القيمة الحقيقية للموجودات بالدولار للمستثمرين الأجانب مما دفع هؤلاء المستثمرين للإسراع بالتخلص من أصولهم المالية المحررة بالدولار، وهو ما ساهم في زيادة عرض الأصول المالية خاصة الأسهم -ومنه انهيار أسعارها؛
- لجوء الكثير من المستثمرين في الأسواق المالية إلى الأسواق النقدية أي إستبدال الأصول مالية طويلة الأجل بأصول أخرى قصيرة الأجل، مما يوفر لهم ضمانات أكثر لمواجهة أزمات أخرى متوقعة؛
- إرتفاع أسعار الفائدة، بالإضافة إلى تزايد حجم المديونية الخارجية الأمريكية التي وصلت إلى مستويات مرتفعة، أضعفت إلى حد بعيد الثقة بالدولار والأصول المالية المحررة بهذه العملة .

2- نتائج أزمة 1987: من أهم نتائج أزمة الإثنين الأسود لعام 1987 ما يلي:³

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 144.

² مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية-البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص-ص 200-201.

³ وليد أحمد صاني، "الأزمة المالية العالمية 2008/طبيعتها، أسبابها، تأثيراتها المستقبلية على الإقتصاد العالمي والعربي"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص 9.

- إنخفاض أسعار الأسهم و إنهاء مؤشرات "داوجونز" و "نيكاي" و "فايننشال تايمز"؛
- قيام الشركات بإصدار السندات التي ساعدتها بالتمويل مع حدوث إنكماش واضح في إستثماراتها و إنتاجها؛
- تعرض البنوك إلى الإفلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين تسديد ما بذمتهم من قروض لتلك البنوك؛
- زيادة أعداد العاطلين عن العمل خصوصا العاملين في البنوك والمؤسسات المالية؛
- تأثر البلدان والبنوك المركزية بإنخفاض قيمة الدولار ومنها خاصة البلدان النفطية.

3- طرق معالجة أزمة 1987:

- يمكن إجمال أهم أشكال تدخل السلطات النقدية في العناصر المالية:¹
- إيقاف التعامل في بعض البورصات مؤقتا، وتخفيض أسعار الفائدة لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية؛
 - لجوء بعض الدول (خاصة ألمانيا واليابان) لشراء عدة مليارات من الدولارات بعملاتها الوطنية للحد من إنخفاض قيمة الدولار مقابل عملات هذين البلدين بشكل خاص ؛
 - مطالبة الدول الأوروبية واليابان للولايات المتحدة باتخاذ إجراءات عاجلة وفعالة لمعالجة أوضاعها المالية وخاصة إيقاف إنخفاض قيمة الدولار مثل تخفيض العجز في الميزان الجاري والموازنة العامة بإستخدام مختلف السياسات؛
 - لجوء بعض الحكومات إلى فتح تحقيقات حول بعض المضاربات المشبوهة في البورصات كما حصل في هونغ كونغ؛
 - قيام الحكومة الأمريكية بالضغط على ألمانيا الإتحادية كي تجري تخفيضات في أسعار فائدتها بهدف إيقاف تدهور الدولار مقابل المارك؛
 - تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء كمتعامل لإيقاف تدهور قيمة الأوراق المالية؛
 - قيام الحكومات بوضع قيود و ضوابط جديدة لتنظيم عمليات البورصات والحد نوعا ما من إشتداد المضاربة؛
 - إستخدام إجراءات إقتصادية أكثر شمولية و فعالية في مواجهة مثل هذه الأزمات؛
 - إعلان الحكومة الأمريكية عن إجراء تخفيض آخر في عجز الموازنة العامة (إضافة إلى التخفيض المقرر لعام 1988 والبالغ 23 مليار دولار.

و بالفعل ساهمت هذه الإجراءات نوعا ما في إعادة الإستقرار تدريجيا إلى الأسواق المالية .

المطلب الثاني: أزمة دول جنوب شرق اسيا

- النمو الأسيوي أو المعجزة الإقتصادية الأسيوية تسميات عديدة أطلقت على دول جنوب شرق آسيا بداية باليابان ومرورا بالنمو الأربعة (كوريا، هونغ كونج، سنغافورة وتايوان) وانتهاء بالنمو الحديثة (ماليزيا، اندونيسيا وتايلندا) وقد حظيت هذه الدول بإعجاب واسع النطاق بإنجازاتها الإقتصادية وجذبها لرؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب، وتمكنت من تحقيق معدلات نمو سريعة خلال العقود الثلاثة من القرن المنصرم بإستثناء سنوات الأزمة المالية

¹مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص-ص 206-207.

التي بدأت سنة 1997 وامتدت آثارها إلى نهاية القرن العشرين، وكانت من أهم الدول المتضررة من تلك الأزمة هي كوريا الجنوبية وتايلندا والفلبين واندونيسيا وماليزيا.¹

كما يعرف المتبعون لتطور هذه الأزمة بأن الأوضاع بدأت في التغيير منذ منتصف 1997 إطلاقاً من تايلاند حيث إنتقلت عداوها إلى بقية دول جنوب شرق آسيا بدرجات متفاوتة ومتباينة الى حد ما. في الواقع أن تايلاند التي إنتشر منها الذعر إلى بقية دول المنطقة قد أخذت تبدو عليها عوارض الأزمة منذ عام 1996 حيث أن إرتباط عملتها بالدولار قد أدى مع إرتفاع الدولار في ذلك العام إلى فقدان قدراتها التنافسية، وبدأت صادراتها بناء على ذلك في التراجع لأول مرة منذ 1983 في الوقت الذي إستمرت وارداتها في التزايد، هذا كما أن تخفيض العملة الصينية في عام 1994 قد أثر على الوضع التنافسي لصادرات تايلاند وكذلك صادرات الدول المجاورة الأخرى.

وأخذت الأوضاع تتوالى في شكل حلقة مفرغة حيث أن تقلص الصادرات مع إستمرار تزايد الواردات قد أدى إلى تزايد نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي في تايلاند من 5.5% إلى حوالي 8%، ومع إرتفاع تكاليف الإنتاج نتيجة لأسباب داخلية وخارجية أدى ذلك إلى إرتفاع التضخم الأمر الذي إضطر البنك المركزي لرفع سعر الفائدة مما إنعكس في إنكماش النشاط الإقتصادي، وبدأ المسلسل في شكل إنخفاض أرباح الكثير من الشركات مما أثر على سوق الأسهم التي إنخفضت أسعارها بأكثر من 40% والذي يعتبر في عام 1996 أسوأ أداء للأسواق الآسيوية، وتدهورت أسعار البورصة التايلاندية من جديد حيث إنخفض مؤشر الأسهم التايلاندية من 1415 نقطة في فبراير 1996 إلى 800 نقطة بنهاية العام قبل أن يواصل هبوطه إلى مستوى نقطة 366 في نهاية عام 1997.

وأدت هذه الظروف إلى تضائل عائدات الشركات التايلاندية وإرتفاع مديونيتها من العملة الأجنبية قصيرة الأجل حيث وصلت ديون تايلاند إلى مستوى 90 مليار دولار أي ثلاثة أضعاف إحتياطاتها من العملات الأجنبية، وعلى أثر تخفيض جودة ديون تايلاند قصيرة الأجل من قبل مؤسسة "مودي" لتقييم الملاءة الإئتمانية خلال عام 1996 زادت مخاوف المتعاملين في دول جنوب شرق آسيا وتعاضم القلق حول إحتمال تخفيض البات التايلاندي. وعلى الرغم من محاولة الحكومة التايلاندية التقليل من حدة تلك المشكلة وإستمرارها في الدفاع عن البات التايلاندي لمدة طويلة، الأمر الذي إستنزف الجزء الأعظم من إحتياطاتها من العملة الأجنبية إلا أنها في النهاية إستسلمت في 2 يوليو 1997 وتخلت عن ربط البات بالدولار وأقرت بأسلوب التعويم في إدارة سعر الصرف، وقد تهاوت العملة التايلاندية على أثر ذلك لمستويات قياسية حيث إنخفضت من حوالي 26 بات مباشرة قبل فك الربط الى مستوى 41 بات مقابل الدولار في أكتوبر 1997.²

¹ Jean-Pierre petit, « la bourse :rupture et renouveau » , éd Odile jacob, paris, 2013, p15.

² حاسم المناعي، "الأزمة الإقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص"، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت، يوم 8 ماي 1998، ص-ص2-3.

1- أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا :

هناك العديد من الأسباب وراء هذه الأزمة و أهمها تتلخص ضمن النقاط التالية:¹

- كثرة تدفق رؤوس الأموال نحو هذه البلدان بسبب النمو الاقتصادي المرتفع والإستقرار السياسي وإلغاء أوجه الرقابة على حركة رؤوس الأموال؛
- منح قروض للقطاع الخاص دون ضمانات كافية؛
- ضعف الجهاز المصرفي والمالي وعدم القدرة على تطويره، بالإضافة إلى إنسحاب الحكومة من القطاع المصرفي نتج عنه عدم كفاءة التخصيص المحلي للموارد الأجنبية وضعف الإشراف والرقابة الحكومية؛
- حرية البنوك في الإقتراض من الأسواق العالمية بأسعار فائدة منخفضة مما أدى إلى زيادة الإنفاق؛
- توسيع التعامل بالمشتقات المالية فتح المجال واسعا للمضاربات المحفوفة بالمخاطر؛
- الإعتماد في تمويل العجز في الموازنة العامة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية؛
- الإنخفاض في قيمة البات العملة الوطنية التايلندية بعد فترة من الإعتماد على نظام الصرف الثابت و هذا ما حفز على الإقتراض الخارجي وعرض قطاع الأعمال والمال للمخاطر.

2- النتائج المترتبة من أزمة دول جنوب شرق آسيا

من أهم النتائج المترتبة عن الأزمة ما يلي:²

- أثرت هذه الأزمة على باقي الدول الآسيوية المحاورة لتايلاندا مثل الفلبين وأندونيسيا وكوريا الجنوبية وغيرها؛
- تزايد حجم الدين العام الخارجي لأربعة من أكثر الدول الآسيوية بسبب تفاقم الأزمة حتى وصل حجم الدين الخارجي 180 % من حجم الناتج المحلي لتلك الدول؛
- تدخلت المؤسسات الدولية خاصة صندوق النقد الدولي من أجل إنقاذ الوضع مقابل تنفيذ تلك الدول برامج معينة للإصلاح الاقتصادي و الهيكلي كما حدث في أندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى؛
- إنخفاض معدلات النمو من 8% إلى ما يقل عن 2% سنويا وإرتفاع معدلات التضخم والبطالة؛
- إصابة النظام المالي والنقدي بإنكماش نتيجة تحول ونقل المستثمرين الأجانب لعدد هائل من رؤوس أموالهم إلى الخارج.

2- الدروس المستخلصة من أزمة دول جنوب شرق آسيا

من أهم الدروس المستخلصة من خلال هذه الأزمة:³

¹ <http://djabout-boualem-booxx.com/t1120-topic>، تم الإطلاع عليه في 30-12-2013.

² ثريا الحزرجي، "الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الإقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة"، المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على إقتصاديات الدول-التحديات والأفاق المستقبلية-"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، يومي 2-29 أبريل 2009، ص9.

³ زعدار أحمد، ناصر المهدي، "الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص12.

- ضرورة إيلاء الإهتمام المبكر بتصحيح الاختلالات الإقتصادية الكلية قبل فترة من إندلاع الأزمات، وهذا لم يحدث في تايلاندا رغم التحذيرات المتكررة في هذا الصدد؛

- بمقدور الدول المجاورة التي تعرضت إلى الأزمة أن تأخذ الحذر مقدما وذلك من خلال تعزيز سياساتها الإقتصادية؛
- لقد تجلّى في هذه الأزمة صعوبة تجديد الثقة لدى الجمهور وهو ما يستدعي بالضرورة إتزاما رسميا صارما بإجراء الإصلاحات الإقتصادية حتى أن تطلب ذلك بعض النتائج الملائمة؛

- أخفت معدلات النمو التي حققتها دول الأزمة بعض المشاكل كالعجز الكبير في الحساب الجاري وتدفق الإستثمارات الأجنبية عبر نظم إقتصادية إعتمدت على نحو واسع على تقديم قروض بالعملات الصعبة بأسعار فائدة منخفضة للغاية لصالح قطاعات غير منتجة؛

- إن التطورات الأخيرة لأسواق المال الآسيوية لا تكشف النقاب عن أسواق المال العالمية فقط فحسب، بل في كيفية التعامل معها بصورة مسؤولة من خلال إتباع سياسات إقتصادية تقوم على أسس متينة من الإصلاحات الهيكلية التي تمكن من تجديد الثقة، وبالتالي تساعد على تخصيص الموارد بصورة كفأة.

المطلب الثالث: الأزمات المالية في الدول الأوروبية

تعرضت كل من روسيا وتركيا بعدوى الأزمات المالية وستتطرق إليهما في هذا المطلب.

الفرع الأول: أزمة روسيا

شهد الإقتصاد الروسي منذ أواخر عام 1991 تطورات سياسية وإقتصادية سريعة أطاحت بالإتحاد السوفياتي رسميا وبالرئيس جورباتشوف سياسيا وبالإشتراكية إقتصاديا، وعبرت بجمهورية روسيا الإتحادية إلى إقتصاد السوق من خلال برنامج للإصلاح الإقتصادي، وتحول روسيا إلى دولة رأسمالية ولكن هذا التحول كما دمر النظام السياسي السابق نجده أيضا سيدمر الإقتصاد الروسي لأن هذا التحول لم تسبقه خطوات تمهيدية.

إن للأزمة الروسية التي نشأت عام 1998 مكون مالي قوي فإبتداء من جوان 1998 إحتلت روسيا مكان آسيا كمركز للتوترات، حيث كانت المؤشرات تنبأ بأزمة وشيكة عندما أعلنت روسيا التوقف عن سداد ديونها قصيرة الأجل لمدة ثلاثة أشهر وإعادة هيكلة ديونها وكذلك إنخفاض قيمة الروبل ب 300%، ورغم المساعدات التي تلقتها روسيا من مختلف الهيئات الدولية في جويلية 1998 لتفادي الإنهيار التام فإنها لم تتمكن من حماية عملتها بنفاد إحتياطاتها من الصرف في منتصف أوت 1998، كما أن البنوك الروسية خسرت خسارة كبيرة قدرت ب 27 بليون دولار من القيمة الإسمية للأوراق المالية الحكومية وزادت مطلوباتها من الديون الخارجية هذا إلى جانب فرض الرقابة على الصرف في حساب رأس المال.

وعموما فإن تدهور النظام المصرفي قاد إلى أزمة مالية حادة إلى جانب عدم الإستقرار السياسي وإنتشار الفساد بشكل غير مسبوق وسوء الإدارة العامة الروسية، كما أن تنفيذ الخصخصة بصورة عشوائية وبتسار لآلاف المؤسسات العامة وعدم مراعاة التدرج في الإنتقال إلى إقتصاد السوق أدى إلى تدمير الطاقات الإنتاجية التي كانت قائمة.¹

1- أهم ملامح الأزمة المالية الروسية: تمثلت أهم ملاحم الأزمة الروسية فيما يلي:²

- **إنهيار سعر صرف الروبل:** حيث سجل أكبر إنخفاض له في أوت 25 أوت 1998 مما إضطر البنك المركزي في اليوم الموالي إلى إيقاف تداول الروبل مقابل الدولار، وبالنسبة للأموال التي قدمتها صندوق النقد الدولي إلى روسيا والبالغة 4,8 بليون دولار أمريكي إتجه منها بليون دولار إلى وزارة المالية لمواجهة إلتزامات الدين العام في حين إستخدم البنك المركزي الباقي للدفاع عن الروبل.

- **إنهيار أسعار النفط الدولية:** يعتبر النفط أحد أهم المصادر الأساسية للإيرادات العامة في روسيا وقد إنخفضت أسعار هذا الأخير بـ 49,3% خلال الستة أشهر الأولى من عام 1998، وهو ما نتج عنه عجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات ويرجع هذا الإنهيار إلى الأزمة المالية الآسيوية، ورغم هذا الإنخفاض في الإيرادات فقد ظلت مستويات الإنفاق في روسيا على ما هي عليه بل تزايدت خاصة فيما تعلق ببرامج روسيا التسليحية كما أن تباطؤ دخول العملات الصعبة لروسيا (عائدات الصادرات)، دفع البنك المركزي إلى إستنفاد إحتياطي الصرف من أجل تمويل العجز في الميزانية.

- **عجز الموازنة العامة:** تعزى الأزمة المالية الروسية أساسا إلى فشل السياسات المحلية على مدى عدة سنوات في التعامل بفعالية مع مشكل العجز الكبير في الموازنة، الذي نشأ نتيجة الفشل في إصلاح النظام الضريبي والإفتقار إلى إنضباط الإنفاق في مجالات مهمة وبطء التقدم في الإصلاح الهيكلي مما أثار سلبا على أداء الإقتصاد بشكل عام.

- **عدوى الأزمة المالية الآسيوية:** إتجهت العديد من المؤسسات في دول جنوب شرق اسيا منذ عام 1995 نحو الإستثمار في سوق الأسهم الروسية، وشراء أدوات الدين الحكومية الروسية حتى تلك المقومة بالروبل الروسي نظرا لإرتفاع عائدها وثبات سعر صرف الروبل وعند إنهيار أسواق هذه البلدان مع نهاية سنة 1997 وبداية سنة 1998 بدأت مؤسساتها المالية تعاني من شح في السيولة وحاولت بعض هذه المؤسسات التي إستثمرت في أوراق الدين الحكومي والأسهم الروسية التخلص من هذه الأوراق المالية التي بحوزتها مما أدى إلى تسارع إنهيار السوق المالي الروسي.

- **تدهور الميزان الخارجي الروسي:** عرف الفائض الكبير المحقق لعدة سنوات تراجع إنطلاقا من أواخر سنة 1996 وهذا ليس ناتجا عن الإنخفاض في أسعار المحروقات ولكنه ناتج أيضا عن الإرتفاع الكبير في أسعار الواردات، ولم يكن من المتوقع أن تزداد الصادرات إستجابة لإنخفاض سعر الروبل فأغلب الصادرات السلعية الروسية مسعرة بالدولار الأمريكي هذا إلى جانب أن ما يزيد على 50% من واردات روسيا تتمثل في سلع أساسية منخفضة المرونة.

¹نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص-ص 108-109.

²نفس المرجع السابق، ص-ص 109-111.

-إنهيار سوق الأسهم والسندات: بدأت الضغوط على الروبل وعلى سوق الأسهم في روسيا منذ نهاية مارس 1998 رغم محاولات الحكومة إنعاش السوق المالية، وقد ترتب عن إنهيار سوق الأسهم والسندات خسائر كبيرة غير مسبوقه في محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك والمؤسسات المالية العالمية.

-ضعف و تدهور أوضاع الجهاز المصرفي: عرف الجهاز المصرفي الروسي تدهورا كبيرا نتيجة التخفيض المستمر للروبل وإعادة هيكلة الدين الحكومي، وقد ترتب على هذين الإجراءين الضغط على البنوك لسحب الودائع وقد عجزت بعض البنوك عن رد ودائع في حين إتجه بعضها إلى إتخاذ إجراءات الإفلاس وأصبحت روسيا تعاني من أزمة سيولة غير عادية في النقد الأجنبي.

وفي خضم هذه الأزمة كان على روسيا إختيار أحد الحلين للخروج من الأزمة فإما العودة إلى الإقتصاد الموجه وبذلك تخسر دعم الدول الغربية والمؤسسات الدولية لها وإما أن تخضع لتعليمات صندوق النقد الدولي لتحصل منه على القروض لذا فقد إختارت روسيا الخضوع لعلاج صندوق النقد الدولي لإقتصادها وتطبيق العديد من السياسات المالية والنقدية لإصلاح الإقتصاد.¹

الفرع الثاني: أزمة تركيا

1- تركيا قبل الأزمة: بدأت إرهابات الأزمة مع الحملة التي شنتها السلطات التركية للتحقيق في فساد قطاعي الأعمال والمال الأمر الذي ترتب عليه القبض على عدد من رجال الأعمال وعلى رأسهم ابن شقيق الرئيس السابق سليمان ديميريل، تزامنت هذه الأحداث مع تصاعد حدة الخلافات السياسية بين رئيس الجمهورية ورئيس الحكومة مما أندر بحدوث إضطرابات في البلاد ودفع المستثمرين الأجانب إلى بيع الأسهم والسندات التركية، مما أدى لتدهور قيمتها ومن ثم تعرضت البنوك لضغوط متزايدة بسبب الأموال الضخمة التي إقترضتها لتمويل شراء السندات الحكومية، فكانت النتيجة المنطقية مزيدا من هروب رؤوس الأموال وتفاقم أزمة السيولة، والواقع أنه كان لامفر من إتخاذ الحكومة لهذه الإجراءات إذ أن الفساد كان متفشيا بصورة كبيرة في جميع قطاعات الإقتصاد وعلى رأسها القطاع المصرفي، الذي ساهمت الحكومة في فساده بسبب عدم إقرار التشريعات اللازمة لتنظيمه إلى جانب القانون الذي إنتهجه منذ عام 1994 وبموجبه تضمن الحكومة جميع الودائع البنكية بالكامل، الأمر الذي أغرى أصحاب النفوذ بالتلاعب عن طريق إنشاء بنوك لتجميع الأموال ثم ضخها في مشروعات أخرى أو تهريبها إلى خارج البلاد.²

2- إندلاع الأزمة في تركيا: نتيجة للتضخم المزمع منذ منتصف الثمانينات، الذي بلغ متوسطه 70 % سنويا، شرعت الحكومة في ديسمبر 1999 بالإتفاق مع صندوق النقد الدولي ببرنامج تثبيت بغرض تخفيض معدل التضخم من

¹ نفس المرجع السابق، ص 111.

² أوكيل نسيمه، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها- مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا-"، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2007-2008، ص-ص 304-305.

64% إلى 25% في نهاية عام 2000 وأزمة 2001 لم تقتصر على حجم التضخم وفقدان الليرة التركية 40% من قيمتها أمام الدولار خلال أسبوعين فقط، بل رافق ذلك من إفلاس لشركات وإقفال لمصانع مما أدى إلى زيادة البطالة التي رافقتها موجة ضرائب عالية.¹

أما أهم أسباب الأزمة فيمكن إيجازها فيما يلي²:

-تفاقم الديون التي تضخمت فوائدها لتلتهم الجزء الأكبر من واردات الدولة ، ووفق الحسابات الإقتصادية التركية بلغت الفوائد التي دفعت خلال السنوات العشرين الأخيرة 426.7 مليار دولار، علما أن الديون الداخلية تلتهم فوائدها 95% من قيمة مجمل واردات الضرائب ؛

-إنضمت تركيا إلى الإتحاد الجمركي الأوروبي، كخطوة على طريق الإنضمام إلى الإتحاد مما أدى إلى خسارة الرسوم الجمركية التي كانت ترد للخزينة التركية عن البضائع المصدرة والمستوردة، وقد بلغت الرسوم قرابة 4 مليارات دولار؛
-الإسراف والتبذير الحكومي الذي أدى إلى تبديد ليس أقل من 195 مليار دولار؛
-يضاف إلى ما سبق عمليات نهب البنوك الحكومية عبر الإحتيال والإقراض غير الآمن وكذلك الأمر بالنسبة إلى الإنفاق العسكري الباهظ وخسارة بعض الأسواق.

وقد تميزت الأزمة بمجموعة من المؤشرات أهمها:³

-أزمة مالية خانقة و نمو سالب (-9,4%) ؛

-إنهيار برنامج التصحيح الذي كان يعمل بمساعدة صندوق النقد الدولي ؛
-تراجع حجم التجارة الخارجية ؛

-إنخفاض دخل الفرد وتفاقم مشكلة الفقر حتى 50% من السكان و ارتفاع البطالة ؛

-تراجع الليرة حوالي 50% من قيمتها مما أفقد المدخرات قيمتها؛

-تراجع عائدات السياحة إلى 7.82 مليارات دولار فقط ؛

- انهيار برنامج مكافحة التضخم، الذي ارتفع بمقاييس خيالية رغم كلفة البرنامج التي وصلت إلى 11 مليار دولار.

وعلى الرغم من تحقيق إستقرار في الإحتياطيات وأسعار الفائدة فقد بات من الواضح بصورة متزايدة أن البرنامج يفتقر إلى مقومات الإستمرار، فقد ظل معدل التضخم أعلى من المعدلات الشهرية لإنخفاض قيمة العملة مقابل سلة العملات، وظلت أسعار الفائدة على إرتفاعها الشديد وبلغت زهاء 65% على الإصدارات الجديدة من السندات الأذنية بينما الأصول المقومة بالليرة ظلت تعتبر عالية المخاطر، وأخذ الإقتصاد في الإنكماش بالإضافة إلى الخلافات

¹عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص41.

²نفس المرجع السابق، ص41.

³نفس المرجع السابق، ص42.

السياسية التي وقعت في فيفري 2001 أدت إلى تدفق هائل لرؤوس الأموال إلى الخارج، مما أجبر الحكومة على التخلي عن قيمة العملة والانتقال إلى التعويم، بدعم أيضا من مؤسسات بريتن وودز وفي غضون بضعة أيام فقدت العملة حوالي ثلث قيمتها مقابل الدولار.

حث البنك الدولي تركيا على التعجيل في تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية بإعتبارها أفضل وسيلة للحد من الآثار السلبية المحتملة على الإقتصاد التركي، ويعني ببطء تقدم الإصلاحات تأجيل منح البنك الدولي لقرض قيمته 900 مليون دولار للمساعدة في إعادة هيكلة الإقتصاد التركي، وكان البنك وصندوق النقد الدوليان قد تعهدا بدفع 30 مليار دولار لتركيا منذ بدء الأزمة إلا أنهما أوقفا الإفراج عن دفعات من برنامج المعونة نتيجة تراخي الحكومة.¹

وهكذا استطاعت تركيا على مدى عقدين من الزمن، تحقيق تطور عميق في التحول الإقتصادي وعلى الرغم من الصعوبات والعجز في الموازين الثلاثة الميزان التجاري والحساب الجاري والمالية العامة، وتعرضها للأزمة الاقتصادية الحادة، فإنها وعبر الإصلاح الشامل على مراحل أصبح إقتصادها أكثر صمودا أمام التقلبات الخارجية والتغيرات الداخلية، وأمن نموا مستداما في الإقتصاد الكلي وكان من أهم دلالات النجاح خفض التضخم إلى رقم أحادي وتواصل النمو وإتجاه أسعار الفائدة إلى الإنخفاض رغم إستمرارها مرتفعة (12%) مقارنة مع أوروبا، وكذلك أمر رفع الإنتاجية في الصناعة التحويلية (10%)، مما دفع أكثر بالنمو وحسن القدرة التنافسية يضاف إلى هذا الإنضباط في العجز المالي وميله إلى الإنخفاض، وكذلك صافي الدين العام وإرتفاع الإحتياطيات رغم إتساع العجز في الحساب الجاري.²

المطلب الرابع: الأزمات المالية في دول أمريكا اللاتينية

تعرضت بعض الدول في أمريكا اللاتينية هي الأخرى إلى أزمات مالية والتي سنفصل فيها في هذا المطلب.

الفرع الأول: أزمة المكسيك

لقد ظهر السوق المالي المكسيكي في الحقبة الزمنية التي سبقت الأزمة كفرصة إستثمارية مثالية للأجانب، نتيجة إرتفاع أسعار الفائدة والذي نجم عن الإصلاحات الإقتصادية الشاملة بالبلد، تمثلت أهم هذه الإصلاحات في حوصصة المؤسسات ورفع القيود على التجارة الخارجية إضافة إلى إصلاحات أخرى في السياسة المالية.

ولقد أفضى هذا الوضع إلى تماطل رؤوس الأموال الأجنبية لشراء العقارات والقيم المنقولة، مما أدى إلى خلق عجز في ميزان المدفوعات المكسيكي، ونظرا لإستقرار العملة المكسيكية بسبب إرتباطها بعملة أخرى (الدولار الأمريكي)، توسع الإئتمان المصرفي مع تواصل العجز في ميزان المدفوعات المكسيكي حينها بدأ التوقع بحدوث أزمة مالية، ونتيجة لهذه المؤشرات اضطرت الحكومة إلى الرفع المتزايد لأسعار الفائدة من أجل دعم العملة، لكن وبمجرد تعويم العملة إنخفضت قيمة البيزو وتباطأ التوسع الإئتماني نتيجة إرتفاع أسعار الفائدة.

¹ أوكيل نسيمة، مرجع سبق ذكره، ص-ص 307-308.

² عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص-ص 42-43.

هذه الأوضاع أدت إلى إنفجار أزمة مالية لم يسبق لها مثيل في المكسيك زاد من حدتها عبء ديون ضخمة تطلبت إعادة هيكلة إستراتيجية كعنصر أساسي لحل الأزمة.¹

1- أسباب أزمة المكسيك: وتتمثل فيما يلي:²

- تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك في أعقاب تنفيذها لبرنامج الإصلاح الاقتصادي أدى إلى إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية والتدهور في المدخرات الخاصة وتقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية ؛
- المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو المكسيكي مما أدى إلى إرتفاع شديد في الإستهلاك ومن ثم زيادة الواردات زيادة كبيرة نتيجة قيام المستوردين بإستيراد السلع التي يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد؛
- أدى تفاقم المشاكل التي خلفتها المغالاة في تقييم العملة إلى زيادة الإعتقاد في أنها لن تحتفي دون خفض في قيمة العملة وأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى لها ؛

- سلسلة الإضطرابات المالية والتقلبات في سعر الصرف كانت نتيجة مباشرة لعوامل إقتصادية خارجية وعوامل سياسية داخلية، وأدت العوامل الخارجية لإنخفاضات متتالية في الإستثمارات غير المباشرة وأسهمت العوامل الداخلية في إشاعة جو من الغموض على المستوى الإقتصادي والتساهل في السياسة النقدية خلال عام 1994 والتي أدت إلى توسع سريع في الإئتمان من البنك المركزي المكسيكي للبنوك والإئتمان الممنوح من البنوك التجارية وبنوك التنمية للقطاع الخاص ؛
- تعويم البيزو المكسيكي وتخلي الحكومة عن إلتزاماتها بإدارة نظام سعر الصرف مما أدى إلى آثار سلبية شديدة على توقعات الأسواق المالية حيث هبطت قيمة البيزو حوالي 40% في 1995/1/31؛

- تثبيت سعر الصرف المكسيكي جعل من الصعب درء هجمات المضاربة التي تزداد عندما يكون النظام المالي ضعيف، إضافة إلى أن الزيادات المطلوبة في سعر الفائدة من أجل دعم سعر الصرف لها تأثير سلبي على النظام المالي؛
وأدت الأزمة المالية في المكسيك إلى حدوث عجز كبير في ميزان المدفوعات وتوقفت معه المكسيك عن سداد الديون الخارجية مع حدوث زيادة سريعة في معدلات التوسع النقدي الذي ساهم في المضاربة على العملة المكسيكية التي إنهارت بشدة مما إستدعى تدخل سريع للإنتقاذ من الولايات المتحدة الأمريكية وصندوق النقد الدولي.

2- آثار الأزمة المالية في المكسيك

ترتب عن الأزمة المالية في المكسيك آثار سلبية محليا ودوليا.

➤ آثار الأزمة على المستوى المحلي: تكمن أهم هذه الآثار على المستوى المحلي فيما يلي:³

¹ دوة محمد، "الأزمات المالية"، رسالة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البلدة، 2004-2005، ص8.

² <http://www.pbf.org.ps/site/?q=pages/view/6421>، تم الإطلاع عليه في 29-12-2013.

³ كمال رزق، عبد السلام عقون، مرجع سبق ذكره، ص-ص80-81.

-تعرض الإقتصاد المكسيكي إلى حالة من الكساد أكثر بكثير من توقعات حكومة أرنيستو زيديليلو الذي إنتهج سياسة تقشفية تهدف إلى التخلص من عجز الموازنة و الحد من التضخم و القيام بإصلاح إقتصادي شامل؛
-أدى إرتفاع أسعار الفائدة المحلية بشدة بعد إنخفاض البيزو إلى ضغوط على صافي دخل البنوك من هوامش الفائدة؛
-كان هناك قلق بشأن التصنيف الائتماني للبنوك المكسيكية في أعقاب إنخفاض قيمة البيزو مما سيكون له إنعكاسه الضار بالنظام المصرفي المكسيكي، الذي يعاني من مشاكل حقيقية الأمر الذي سيزيد عليه حالة من الفوضى في عمليات الإصلاح الهيكلي اللازمة للبنوك أي تكون قادرة على مواجهة آثار عملية التحرير والمنافسة المتزايدة؛
-عانت بعض البنوك المكسيكية من حالة إنخفاض جودة الأصول وتدني مستوى الإحتياطات مما اضطرها إلى اللجوء إلى تسهيلات من البنك المركزي للحصول على الأموال اللازمة لدفع الإلتزامات بالعملة الصعبة.

➤ **آثار الأزمة على المستوى الإقليمي والدولي:** فضلا عن الآثار المحلية هناك آثار إقليمية ودولية تتمثل في:¹

- الإضطرابات التي تعرضت لها البورصات وأسواق المال في بلدان أمريكا اللاتينية وأيضاً تدهور قيم مجموعة من العملات في الأسواق المالية بسنغافورة ولندن ونيويورك، وهذا بداية من 12 جانفي 1995 وذلك تزامناً مع موجة الشكوك حول قدرة المكسيك على خدمة ديونها وعلى مدى إستعداد المجتمع لتقدم نوع من المساعدات، وأهم العملات التي تعرضت للإخفاض الزلوتي البولندي البات التايلاندي والبيزو الأرجنتيني هذا الوضع دفع المستثمرين في الدول النامية إلى التخلص من الأوراق المالية التي يملكونها في الأسواق الناشئة بغية الحصول على عملات صعبة مارك، دولار، فرنك سويسري وبن ياباني، هذا السلوك أدى إلى إنخفاض عملات الأسواق الناشئة ليجد محافظوا البنوك المركزية لدول جنوب شرق اسيا أنفسهم أمام قرار رفع أسعار الفائدة في بلدانهم طمعا في إغراء المستثمرين؛
-بعد الإنتخابات المكسيكية وجدت الحكومة الجديدة نفسها مطالبة بإرجاع ديون قصيرة الأجل تقدر بـ 28 مليار دولار ولا تملك من الإحتياطات الأجنبية سوى 6 مليار دولار فقد فقد البيزو حوالي 40 % من قيمته وإنخفض الإنتاج بـ 15 % والناتج الداخلي الخام بـ 6,2 % فوجدت المكسيك نفسها عاجزة عن تسديد ديونها في بداية 1995؛
-ولم ينقذها من ذلك إلا الخزينة الأمريكية التي قدمت لها قرض بـ 20 مليار دولار وصندوق النقد الدولي الذي قدم لها قرض بـ 17,7 مليار دولار.

3- الدروس المستخلصة من الأزمة المكسيكية:

بعد معالجتنا للأزمة المكسيكية تمكنا من إستخلاص الدروس التالية:²

¹ نفس المرجع السابق، ص 82-83.

² زهية كواش، فتيحة بن حاج جيلالي مغراوة، "الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمات المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص-ص 9-10.

- إن مخاطر اعتماد المكسيك المفرط على التدفق المتقلب لرأس المال قصير الأمد من أجل تمويل العجز المالي لا يمكن علاجه إذ لا يمكن أن يكون تدفق رأس المال الخاص بديلاً عن المدخرات المحلية بل يجب أن يكون مكملاً؛
- تسرعت المكسيك في إطلاق حرية تحويل العملات وفتح أسواق المال لجذب الاستثمار الأجنبي؛
- كانت نصائح الصندوق بإلغاء قيود تحويل العملة وتطبيق التعويم سبباً في حدوث الأزمة؛
- في جو يسوده التحرير المالي وغياب الرقابة والإشراف من البنك المركزي على البنوك والسياسة النقدية يؤدي إلى إشراف البنوك في منح الائتمان للقطاع الخاص دون ضمانات أو دراسة كافية.

الفرع الثاني: أزمة البرازيل

- نجح برنامج الاستقرار الاقتصادي الذي تبنته الحكومة البرازيلية في عام 1994 في تخفيض معدلات التضخم المرتفعة جداً إلى حوالي 3% عام 1998، كما نجح الحفاظ على متوسط معدل نمو 4% خلال السنوات 1994-1998 كذلك كانت هناك عملية إصلاح هيكلية في مجال الخوصصة والقطاع المالي والقطاعات الأخرى .
- لكن مع بداية عام 1999 اضطرت البرازيل للتخلي عن تثبيت سعر الصرف المغالى فيه وذلك بتعويم الريال البرازيلي دون أن يصاحب ذلك الالتزام بسياسة نقدية ومالية ملائمة مما أدى إلى إختلالات مالية واقتصادية عديدة بدأت مع الأزمة الآسيوية، ولقد كان تخفيض قيمة الريال بمعدل 8% إلا أن الأزمة تزايدت حدتها مع الأزمة الروسية، مما أدى إلى خروج رؤوس الأموال بمقدار مليار دولار في اليوم، وبالتالي فقد سعر صرف الريال في النهاية بأكثر من 37% من قيمته بين جانفي وأكتوبر من عام 1999 ووصلت أسعار الفائدة إلى حوالي 40% وقد تترتب على تدهور سعر الصرف إرتفاع تكلفة الدين الخارجي وإنخفاض حاد في الإحتياطيات الدولية مما أدى إلى حدوث الأزمة، ويمكن إجمال الأسباب الرئيسية في حدوث الأزمة فيما يلي:¹

- نمو عجز الحساب الجاري والممول بشكل رئيسي من خلال تدفقات المحافظ المالية قصيرة الأجل؛
- عدم التوازن الخارجي والذي حصل بسبب نمو عجز الموازنة؛

- هيكل الدين العام والذي جعل مالية الحكومة حساسة جداً للتغيرات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل وسعر الصرف. ولاشك أن الأزمة البرازيلية تمثل مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية وللعالم أجمع، فالإقتصاد البرازيلي هو أكبر إقتصاد أمريكا اللاتينية وثامن أكبر إقتصاد علمي، وبالتالي فإن انهيار البرازيل سوف يولد مشكلات لشركائه التجاريين كأرجنتين، كما يمكن أن يحول أزمة دولة ناشئة إلى عبء خطير على الإقتصاد الأمريكي. ولذلك تضافرت الجهود الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي في نوفمبر عام 1998 بحزمة إنقاذ بلغت 41.5 مليار دولار مشروطة بتطبيق عدد من السياسات المالية ضمن برنامج تقشف شديد، وقد بدأت البرازيل تطبيقه ويمكن القول أنه مع نهاية الربع الأول من عام 1999 وبداية الربع الثاني بدأت المؤشرات الكلية الأساسية تشير إلى تحسن ملحوظ.

¹ عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص-47-48.

الفرع الثالث: أزمة الأرجنتين:

بعد النصف الثاني من سبعينيات القرن الماضي قامت الحكومة الأرجنتينية في ذلك الوقت بإفتتاح شديد على العالم الخارجي للأنشطة الإقتصادية سواء الإنتاجية أو الإستهلاكية معتمدة في ذلك على تمويل خارجي متمثل في عمليات إستدانة واسعة تفوق قدرة الأرجنتين على مواجهة أعباء سداد فوائدها، ما جعلها تتراكم وتؤدي في النهاية إلى حالة من التراجع المستمر.

ومنذ منتصف عام 1998 بدأت الأرجنتين تعاني من حالة ركود قوية لها عدة أسباب نابعة من سوء التخطيط الحكومي، فقد رأت الحكومة منذ بداية التسعينيات من القرن الماضي أن الحل الأمثل للخروج من الإرتفاع الرهيب للأسعار والذي وصل في عام 1998 إلى 3000% هو ربط البيزو بالدولار الأميركي على أساس 1 بيزو = 1 دولار. ويعتبر المخلولون ربط البيزو بالدولار هو سبب جعل الصادرات الأرجنتينية أكثر كلفة من صادرات دول الجوار، فالمساواة بين عملتين لا مجال للمقارنة بين إقتصادهما نوعا وكما من كل الزوايا هو أكبر الأخطاء إقتصادية التي وقعت في الأرجنتين في العقود الأخيرة من القرن الماضي، ومن السياسات الخاطئة أيضاً فرض أعباء ضريبية وجمركية في كل من الأرجنتين والبرازيل على بعض المواد المستخدمة في الصناعات الوطنية، ما أدى إلى ضعفها وفتح الأسواق أمام السلع الإستهلاكية المستوردة لتغطية إحتياجات السوق المحلي وبالطبع أدى هذا إلى حالة من الركود الحاد¹.

وفي نهاية الأمر اعتمدت الأرجنتين جملة من الإجراءات تتلخص في التالي:²

- طبع أوراق نقدية جديدة كأداة لدفع المرتبات والمعاشات، وتأمين موجبات الإنفاق الحكومي على شكل سندات دين؛
- تأمين مليون فرصة عمل وزيادة الحد الأدنى للأجور؛
- توزيع معونات غذائية وتحويل أموال خدمة الديون إلى برامج اجتماعية تشغيلية؛
- تقييد الإنفاق الحكومي وترشيده؛
- إلغاء القيود المالية والمصرفية السابق طبعا كل هذا يستند إلى القرار الأساس وهو وقف مدفوعات الديون الخارجية المستحقة، والتي كانت حينئذ 132 مليار دولار من أصل 155 مليار.
- هذا المسار الصعب والمتعرج، إستطاعت الأرجنتين أن تخرج منه عام 2003 عبر المرونة الجديدة للسياسات الإقتصادية وإستخدام الطاقات والإمكانات الكامنة والآليات الملائمة لها .

¹ أسماء دردوري، نسرین بن زاوي، "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية"، الملتقى العلمي الدولي حول "الأمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2008، ص-ص 7-8.

² عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص-ص 49-50.

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر الأزمات المالية بمختلف مفاهيمها ظاهرة مثيرة للقلق وهي مشكلة مالية لا ينتج عنها فقط مشاكل إقتصادية والمتمثلة في الركود وإنخفاض الإنتاج والبطالة بل عددا من المشاكل تتزايد ويتكاثر حجمها وتشكل تهديدا للإستقرار الإقتصادي والسياسي لأي دولة معينة، إضافة إلى إنتقال عدواها لتشمل دولا أخرى نامية ومتقدمة وتمثل أهم هذه الأزمات في الإقتصاديات المتقدمة في أزمة الكساد العظيم 1929 وأزمة البورصات 1987 وفي العديد من الدول الأوروبية وفي دول أمريكا اللاتينية .

ورغم تعدد الأسباب التي تؤدي إلى نشوب الأزمات إلا أن هناك قاسما مشتركا بين العديد من الأزمات المالية والمتمثلة في التوسع في منح الإئتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج. وكنتيحة للإنتعاش الإقتصادي والمالي الذي تزامن معه تحرير أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة لها وتغير في هيكل وبنية التدفقات المالية الدولية الذي تشهده هذه الدول، أدت إلى تكرار الأزمات وتوسعها حتى وصلت إلى نشوء الأزمة المالية العالمية التي تعتبر الأخطر والأعنف من كل الأزمات السابقة والتي سيتم التطرق إليها في الفصل الموالي.

الفصل الثاني

الإطار العام للأزمة المالية العالمية لسنة

2008

تمهيد الفصل الثاني:

يمر الإقتصاد العالمي منذ منتصف 2007 بأزمة مالية غير مسبوقه، حيث تعتبر هذه الأزمة من أسوء الأزمات المالية التي مر بها الإقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات من القرن الماضي، حيث تكمن خطورتها من كون إنطلاقها من إقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الذي يشكل قاطرة النمو في الإقتصاد العالمي حيث تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر أثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة.

فالأزمة المالية العالمية نتجت عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية التي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة، ومنذ ذلك التاريخ والأزمة تتمدد وتتفاقم وذلك رغم الجهود الكبيرة والحلول المقترحة للتقليل منها وإحتوائها، ومن بين أهم الإجراءات المتخذة ضخ أموال وتدخل كبير من قبل الحكومات في النظام المالي وتدخلت المؤسسات المالية البنكية الإسلامية كبديل لمواجهة تداعيات الأزمة، خاصة وأن هذه الأزمة تعتبر أزمة مختلفة عن سابقتها من الأزمات الكثيرة التي مر بها الإقتصاد العالمي، حيث أنها ليست ناجمة عن إرتفاع سعر الفائدة وإنما ناجمة عن تراجع الطلب خاصة على قطاع العقارات وإنتشار الديون المعدومة التي أدت إلى إنهيار عدد كبير من المؤسسات العقارية والمالية حول العالم.

ومن خلال تناولنا لهذا الفصل سوف نتطرق إلى:

المبحث الأول: تقديم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

المبحث الثاني: تشخيص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

المبحث الثالث: أساليب مواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

المبحث الرابع: محاولة تشخيص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من منظور إسلامي.

المبحث الأول: تقديم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

تعرض العالم في الأونة الأخيرة لأزمة مالية بحيث أخذت تتطور حتى أصبحت أكبر صدمة مالية من أزمة الكساد الكبير عام 1929 على حد تعبير الخبراء والإقتصاديين نظرا للخصائص والمظاهر التي ميزتها عن الأزمات الأخرى، وهي ليست وليدة اللحظة بل تراكمات لأزمات النظام الإقتصادي الرأسمالي منذ بداياته.

المطلب الأول: جذور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

ترجع الأزمة المالية العالمية في الأساس إلى فقاعة العقارات والتي بدورها تعود إلى عدة عوامل هيأت الظروف المناسبة لتكوينها ثم إنفجارها، حيث تضافرت هذه العوامل وكل منها مهد لما بعده ونوجز فيما يلي أهم تلك العوامل.

الفرع الأول: الأزمات الدورية للرأسمالية

من المعروف أن النظام الرأسمالي ومنذ إنطلاقه يحمل في ثناياه الأزمات الدورية وهي ملازمة له في جميع مراحل تطوره¹، فعلى غرار الأزمات التي شهدها العالم في القرن 20 (التي تطرقنا إليها في الفصل الأول)، شهد العقد الأول من القرن الحالي عدة أزمات ضربت الإقتصاد الأمريكي وبعدها إنتشرت إلى باقي إقتصاديات العالم.

1-إنهيار أسعار الأسهم الأمريكية في أفريل 2000: شهدت أسعار الأسهم الأمريكية تدهورا شديدا لم تشهده منذ أزمة 1987، حيث تركز الهبوط الحاد في أسهم ما يسمى بالإقتصاد الجديد "أسهم شركات الحاسوب، الأنترنت والإتصالات اللاسلكية"، حيث بدأ الخلل يصيب الأسواق المالية الأمريكية بشكل ملموس منذ مارس 2000 في شكل موجة بيع متصاعدة تركزت على أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية.²

* وتعود أسباب هذه الأزمة إلى:³

-المضاربة المفرطة والمبالغة الشديدة في التعامل بأسهم شركات التكنولوجيا، مما أدى إلى إرتفاع أسعار أسهم هذه الشركات.

-الأخبار غير السارة عن بعض الشركات الكبرى الرائدة في القطاع أين بدأت أرباح هذه المؤسسات في الإنخفاض.

-صدور قرار إحدى المحاكم الفيدرالية بإدانة شركة "ميكروسوفت" كبرى شركات برمجيات الكمبيوتر في العالم.

* ولقد ترتب عن هذه الأزمة ما يلي:⁴

-إنخفاض مؤشر "ناسداك" في بورصة وول ستريت الذي يضم أسهم القطاع التكنولوجي ب 355,49 نقطة في نهاية التعامل يوم 14 أفريل أي بنسبة 97% .

-إنخفاض مؤشر "داوجونز" بنسبة 57%.

-لقد بلغت خسائر الأسهم الأمريكية أكثر من 2000 دولار خلال أسبوع من التعاملات (10-14 أفريل 2000).

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار، "الأزمة المالية الإقتصادية العالمية الراهنة أحداثها-أسبابها-تداعياتها-إجراءاتها"، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص112.

² كمال رزق، عبد السلام عقون، ص-ص132-133.

³ المرجع نفسه، ص133.

⁴ المرجع نفسه، ص134.

-إنتقال العدوى إلى البورصات الأوروبية، ففي لندن إنخفض مؤشر " فينانشيال تايمز" ب3,4%، وفي فرانكفورت تراجع مؤشر "داكس" ب2,7%، وفي فرنسا تراجع مؤشر كاك بنسبة 2,5%.

2-إنهيار الأسهم الأمريكية في مارس 2001: إن تزايد عدد شركات الكمبيوتر التي أعلنت إنخفاض أرباحها بالإضافة إلى الإرتفاع في مستوى الإستهلاك، أدى إلى إنخفاض مؤشر "ناسداك" إلى أدنى مستوى له خلال عامين نتيجة تدهور أسعار أسهم شركات التكنولوجيا في مارس 2001، التي بدأت فيه تحذيرات واسعة النطاق لشركات الكمبيوتر بإعلان "كومباك" أكبر شركات تصنيع الكمبيوتر استغنائها عن 5000 عامل، وأن زيادة حدة المنافسة بين شركات الكمبيوتر وتباطؤ الإقتصاد أدى إلى تراجع أرباح الشركات.¹

* ولقد ترتب عن هذه الأزمة ما يلي:²

-إنخفاض مؤشر "ناسداك" ب159,8 نقطة خلال أسبوع من التعاملات (12-16 مارس 2001)، ويشكل هذا التراجع نسبة 7,8% من أسعار أسهم شركات التكنولوجيا .

-خسارة المستثمرين في بورصة "وول ستريت" 900 مليار دولار خلال أسبوع من التعاملات.

3-إنهيار أسعار الأسهم الأمريكية في سبتمبر 2001: أدت الهجمات على الولايات المتحدة الأمريكية في 11 سبتمبر إلى خسارة كبيرة في الأسواق المالية، وخاصة فيما يتعلق بإنهيار برج التجارة العالمية الذي كان يحوي على 400 شركة من 26 دولة لها علاقة مباشرة ببورصة "وول ستريت" وتوقف العمل بأسواق المال الأمريكية حتى 17 سبتمبر.³

* و لقد ترتب عن ذلك:⁴

-فقدان مؤشر "داوجونز" في ذلك اليوم 684,81 نقطة.

- لم يقتصر التراجع على بورصة وول ستريت بل شمل معظم البورصات العالمية.

-فقدان مؤشر البورصة الألمانية 19,8% من قيمته، إنخفاض مؤشر "كاك" للأسهم الممتازة الفرنسية ب16,7% ، تراجع مؤشر "فينانشيال تايمز" بنسبة 12,1% وخسارة مؤشر "نيكاي" 7,1%.

الفرع الثاني: أزمة الرهن العقاري

إندلعت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في منتصف عام 2007، حيث كان هناك ندرة في السيولة في أسواق الإئتمان والأجهزة المصرفية العالمية إلى جانب بداية الإنكماش في قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية والممارسات المرتفعة المخاطرة في الإقراض والإقتراض.⁵

¹ المرجع نفسه، ص134.

² المرجع نفسه ، ص134.

³ المرجع نفسه، ص134.

⁴ المرجع نفسه، ص135.

⁵ عبد الله شحاته، مرجع سبق ذكره، ص7.

والأزمة المالية الحالية مرتبطة بقروض الرهن العقاري والتي هي قروض عالية المخاطر تمنحها البنوك الأمريكية للأسر ذات الدخل المحدود بمعدلات فائدة متغيرة بالإضافة إلى علاوة المخاطرة (في حالة قروض الرهن العقاري تكون مرتفعة)¹، بطريقة ملفتة وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض كان يتضمن شروطاً مجحفة به أهمها:²

-أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن .

-أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي سعر الفائدة.

-إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو 3 مرات.

-المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاثة الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القروض وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور 3 سنوات.

وعند إرتفاع أسعار العقارات كان من الصعب على المواطن الأمريكي إمتلاكها، وقامت البنوك بإبتكار جديد وغريب في نفس الوقت وهي قروض بفائدة منخفضة جداً لسنتين ولكنها غير ثابتة بعد مرور سنتين، وكان بإمكان أيا كان التقدم بطلب القرض وتم تسمية هذه القروض حينها بقروض الكذابين وبهذه الطريقة تم إقراض بعض الناس ليست لديهم وظائف ولا دخل.³

وبعد فترة بدأت سلبيات العقود تطفو على الساحة وأصبحت الأقساط الشهرية لا تطاق فإمتنع كثيرون عن الدفع، وبدأت أسعار العقارات تهوى للأسفل وأحست معظم البنوك وشركات العقار بالخطر⁴، فقامت المؤسسات المالية الأمريكية بتوريق الديون العقارية وتحويلها إلى سندات مغطاة بأصول تم بيعها إلى شركات إستثمار ومؤسسات مالية أخرى حول العالم وتداولها في البورصات العالمية.⁵

لجأ بعض المستثمرين العالميين بعد تفاقم مشكلة الرهن العقاري إلى شركات التأمين التي وجدت فيها فرصة للربح وذلك بضمان المنازل لو تمتع المواطنين محدودي الدخل عن سداد قيمة الرهن، لذلك قامت شركات التأمين بتصنيف سندات الديون إلى فئتين: *الفئة (أ): قابلة للسداد، *الفئة (ب): لا يمكن سدادها.

ثم بدأت شركات التأمين تأخذ أقساط التأمين على السندات من المستثمرين العالميين، تعقدت المشكلة فالمواطن محدود الدخل يظن أن المنزل له وشركات العقارات التي لم تستلم قيمة المنازل كاملة تظن أن المنازل لها، وفي نفس الوقت تظن البنوك أن المنازل لها بحكم ما أخذه محدودي الدخل من قروض بضمان المنازل، وفي نفس الوقت تظن شركات

¹ Chabha bouzar, " le cycle de vie de la crise des subprimes", revue campus, n°15, 2009,p17 .

² ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار، وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2008، ص4.

³ رمزي محمود، "الأزمة المالية...والفساد العالمي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص-ص 21-22.

⁴ محمود الصميدعي، "الأزمة المالية العالمية والافاق المستقبلية"، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص368.

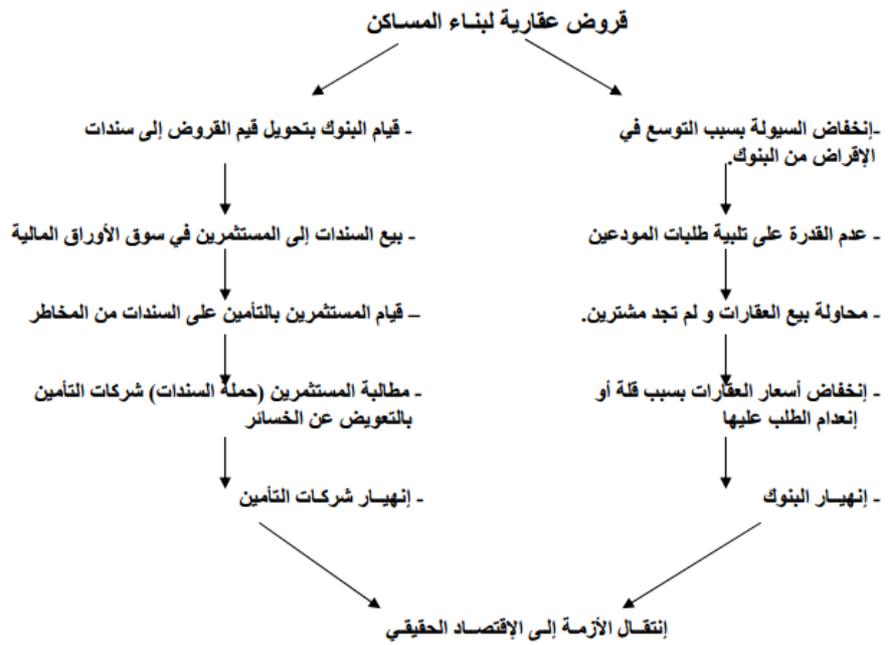
⁵ حماد طارق عبد العال، "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية"، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص20.

التأمين أن المنازل لها بحكم إلزامها بدفع مبالغ السندات للمستثمرين الدوليين وذلك في حال عدم سداد قيمة الرهن للمواطنين محدودي الدخل.¹

ومع إستمرار التدهور في أوضاع سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية زادت حالات توقف المقترضين عن الدفع وبلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد فقط نحو 100 مليار دولار، مما أدى إلى زيادة ظاهرة إستيلاء المقترضين على العقارات وكثرت بذلك المواجهات ما بين المقترضين والبنوك، ومما زاد من صعوبة الأمر إنخفاض أسعار المنازل وزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية عام 2007 بنسبة 75 % عما كانت عليه من قبل وبلغ عددها نحو 2,2 مليون منزل.²

ثم ما لبث أن إكتشف أن قيمة الرهن المدفوعة لم تعد تغطي تأمينات البنوك ولا شركات العقارات ولا التأمين مما أثر بدوره على سندات المستثمرين الدوليين، فطالبوا بحقوقهم عند شركات التأمين فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم (AIG) عدم قدرتها على الوفاء بإلتزاماتها إتجاه 64 مليون عميل تقريبا، مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل إمتلاك 79,9 % من رأسمالها.³

الشكل رقم (08): طبيعة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008



المصدر: بوعشة مبارك، "الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والأفاق"، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 06.

¹ محمود الصميدعي، مرجع سبق ذكره، ص 368-369.

² سميح مسعود، "الأزمة المالية العالمية، نهاية الليبرالية المتوحشة"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010، ص 42.

³ محمود الصميدعي، مرجع سبق ذكره، ص 369.

الفرع الثالث: العولمة المالية

تعتبر العولمة المالية هي الناتج الأساس لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالإنفتاح المالي، مما أدى إلى تكامل وإرتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر إرتباطا وتكاملا.¹ لقد شهد تداول الأوراق المالية قفزة نوعية وعرفت الأسواق المالية عددا لا يحصى من المشتقات المالية، وهي أوراق تتداول على مدار الساعة فعندما تغلق بورصة طوكيو أبوابها تنتقل الحركة إلى لندن ومنها إلى نيويورك لتعود مرة أخرى إلى طوكيو... وهكذا حيث أصبح ممكنا أن يؤدي إنخفاض سعر الفائدة الأمريكي إلى إرتفاع أسعار الأسهم في طوكيو أو فرانكفورت أو باريس.

لقد أدت العولمة المالية إلى إزاحة الحواجز أمام تنقل رؤوس الأموال فتتج عن ذلك سيولة كبيرة في الأسواق المالية وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، وبوجود بنوك الإستثمار في أمريكا التي لا تخضع لرقابة البنك الفدرالي التي تقدم قروضا تصل في بعض الأحيان إلى ستين ضعف من حجم رؤوس أموالها، وما زاد الأمور تعقيدا هو ظهور الإبتكارات المالية الجديدة ومن أشهر هذه الإبتكارات التوريق والتي تعرف بعملية إعادة تمويل الأصول في الأسواق المالية وقد كان لسوء إستخدام هذه الأدوات المالية دورا كبيرا في تفاقم الأزمة المالية الحالية خاصة بعد أن قامت العديد من الشركات الأمريكية الضخمة بإخفاء أجزاء كبيرة من عملياتها الإستثمارية، وإلتزامها عن طريق عدم إدراجها في قوائمها المالية من خلال ما يسمى بالعمليات خارج الميزانية الأمر الذي ساهم في صعوبة التقدير الحقيقي للمشكلة.²

المطلب الثاني: ظهور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والمحطات التاريخية الكبرى لها.

بدأت الأزمة في شركات الرهن العقاري، ثم إنتقلت إلى الأسواق المالية وباقي المؤسسات الأخرى.

الفرع الأول: ظهور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

بدأت الأزمة الحالية فعليا منذ بداية أوت 2007 بتحطم منظومة القروض العقارية عالية المخاطر، وهي ديون ذات فائدة عالية للمستثمرين موجهة إلى الفئات والعائلات المتوسطة والفقيرة لإقتناء مساكن بفوائد متصاعدة بدأت من 3.2% ثم وصلت إلى 16% وأكثر، لكن في ظل التداين المفرط لهذه العائلات³ وعجز المقترضين عن سداد مستحقاتهم ساعد هذا في إفلاس نحو سبعين شركة رهن عقاري، كما صاحب ذلك إفلاس عدد متزايد من البنوك المسؤولة عن تقديم الإئتمان العقاري وقد أعلنت مؤسسة "نيوسنتيشري فينانشيل" الأمريكية المتخصصة في تقديم قروض الرهن العقاري عالي المخاطر إفلاسها، ثم تباعد حالات الإفلاس لشركات الرهن العقاري ولبنوك إئتمان عقاري كبرى وأكبر بنك بأمريكا "ليمان براذرز".⁴

¹ عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة الإقتصادية، منظمتها، شركاتها، تداعياتها"، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 32.

² كمال رزق، عبد السلام عقون، مرجع سبق ذكره، ص 138-140.

³ علي فلاح المناصير، مرجع سبق ذكره، ص 9.

⁴ محمود حامد محمود عبد الرزاق، "الأزمة المالية العالمية ودور النظام المالي الإسلامي"، الدار الجامعية، 2013، ص 42-43.

وشهد يوم الإثنين السابع عشر من شهر سبتمبر عام 2008 إتهام كبير المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وهي بورصة "وول ستريت"، والهبوط الحاد في أسعار الأسهم الأمريكية فيما أطلق عليه (أزمة مصارف الأعمال في وول ستريت) وسط مخاوف من دخول الإقتصاد الأمريكي رحلة ركود طويلة الأجل¹، حينها قامت بعض البنوك المركزية في العالم بضخّ العشرات من مليارات الدولارات لمساعدة المصارف التي عانت من نقص في السيولة نتيجة القروض الكبيرة المتراكمة (التي بلغت قيمتها مع بداية الأزمة أكثر من 100 مليار دولار) وعدم قدرة المقترضين على سداد قروضهم بعد إرتفاع معدل الفوائد.

وقد نتج عن أزمة مصارف الأعمال في وول ستريت إعلان مؤسسة مالية عملاقة هي "بنك ليمان براذرز" الإستثماري الأمريكي العملاق إفلاسه الوقائي في 14 سبتمبر 2008 بسبب الخسارة التي حدثت في سوق الرهن العقاري وهذه كانت بداية رمزية خطيرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من مذبح الكساد الكبير في عام 1929، وتعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية التي تأسست في القرن التاسع عشر عندما أعلنت عن وضع نفسها تحت حماية الفصل الحادي عشر من القانون الأمريكي الخاص بالإفلاس.

ويسمح هذا القانون للمؤسسات التي تواجه مصاعب مالية مواصلة أعمالها تحت إشراف قضائي حتى تتوصل إلى إتفاق مع دائيتها، وأدت خطوة بنك "ليمان براذرز" بإعلان الإفلاس وطلبه من الجهات المختصة إتخاذ إجراءات طارئة لحمايته من الإتهيار التام إلى تصاعد حدة الأزمة المالية التي يشهدها الإقتصاد العالمي، وجاءت خطوة البنك بعد تعرضه لخسائر بلغت مليارات الدولارات نجمت عن تعاملاته في سوق الإقراض العقاري في السوق الأمريكية وقد أعلن البنك إفلاسه عقب إنسحاب بنك "باركليز" البريطاني وغيره من المستثمرين من المحادثات يوم الأحد 16 سبتمبر التي كان يرمي من خلالها شراء غالبية أسهم "ليمان براذرز"، لعدم تمكنهم من الحصول على ضمانات بشأن التعهدات المالية التي يجب أن يفني بها "ليمان براذرز" عند إفتتاح الأسواق في صباح اليوم التالي 17 سبتمبر 2008، وأدى الإنسحاب إلى إتهيار البنك وكان أثر هذا الإفلاس مدوياً على أسواق المال الأمريكية والعالمية.²

الفرع الثاني: المحطات التاريخية الكبرى للأزمة المالية العالمية لسنة 2008

- ويمكن تلخيص أهم مراحل الأزمة المالية التي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في النقاط التالية:³
- فيفري 2007: عدم تسديد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد).
 - أوت 2007: البورصات تتدهور أمام مخاطر إتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
 - أكتوبر /ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى تعلن إنخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

¹ محمد حجازي، "الأزمة المالية العالمية... والإقتصاد الإسلامي"، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://pulpit.alwatanvoice.com/content.167011.html> تم الإطلاع عليه يوم: 2015-03-19.

² علي فلاح المناصير، مرجع سبق ذكره، ص-ص 9-10.

³ إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، "قراءة في الأزمة المالية المعاصرة"، دار جرير للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2009، ص 46.

- 22- جانفي 2008:** الإحتياطي الفدرالي الأمريكي يخفض معدل فائدته الرئيسة ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50%، وهو إجراء ذو حجم استثنائي ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى 2% بين جانفي ونهاية أبريل.
- 17- فيفري 2008:** الحكومة البريطانية تؤمم بنك "نورذرن روك".
- 17- مارس 2008:** تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض.
- 16- مارس 2008:** "جي بي مورغان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للإحتياطي الإتحادي.
- 24- أبريل 2008:** قام مصرف "يو بي إس" السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله في أكبر خسارة يتعرض لها أول بنك سويسري والمصنف الثالث أوروبا والأول عالميا في مجال إدارة الثورات الخاصة.
- 30- ماي 2008:** أكد مسئول بوزارة الخزانة الأمريكية بأن أزمة الرهن العقاري بدأت تخف بعد الجهود التي قام بها الإحتياطي الفديريالي والبنوك المركزية الأخرى لضخ الأموال في المؤسسات المالية، وقال مساعد وزير الخزانة للشؤون الدولية إن الإحتياطي الفدرالي والبنوك الأخرى تنسق جهودها لحماية النظام المالي من الإضطراب بعدما ظهرت أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2007، كما أشار إلى أن المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر فاقت 300 مليار دولار بسبب الأزمة المالية لكن تم تخفيف هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية مما ساعد البنوك في توفير القروض.
- 7- سبتمبر 2008:** وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15- سبتمبر 2008:** إعتترف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش"، وعشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال سبعين مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16- سبتمبر 2008:** الإحتياطي الإتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها.
- 17- سبتمبر 2008:** البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف النظام المالي والمصارف المركزية تكتف العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18- سبتمبر 2008:** البنك البريطاني "لويد تي أس بي" يشتري منافسه "أتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس والسلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
- 19- سبتمبر 2008:** الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى "التحرك فورا" 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 والأسواق المالية تزداد قلقاً أمام المماثلة حيال الخطة الأميركية.

26- سبتمبر 2008: إنهاء سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.

28- سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأميركية موضع إتفاق في الكونغرس وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "برادفورد وينغلي".

29- سبتمبر 2008: مجلس النواب الأميركي يرفض خطة الإنقاذ وبورصة "وول ستريت" تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف إرتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة أعلن بنك "سي تي غروب" الأميركي شراء منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي سجلت خسارة تفوق 10%.

1- أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأميركي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

المطلب الثالث: خصائص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ومظاهرها.

تركت الأزمة المالية العالمية بصمتها على الإقتصاد العالمي، وقد تميزت بخصائص ومظاهر ميزتها.

الفرع الأول: خصائص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

فيما يخص خصائص ومميزات هذه الأزمة فيمكن القول أن هذه الأزمة مختلفة عن سابقتها التي مر بها الإقتصاد العالمي، حيث أنها ليست ناجمة عن إرتفاع سعر الفائدة وإنما بفعل تراجع الطلب خاصة على قطاع العقارات وإنتشار الديون المدومة التي أدت إلى إنهاء عدد كبير من المؤسسات المالية والعقارية حول العالم¹.

و هناك أربعة أسباب أخرى تجعل الأزمة المالية الحالية مختلفة عن الأزمات السابقة وهي:²

- إنطلاق الأزمة الحالية من الولايات المتحدة الأمريكية التي هي أكبر دولة مدينة في العالم، والتي قد تضطر وفق المعطيات الحالية إلى مزيد من الحروب من أجل أن يظل مواطنوها يعيشون في الحد الأدنى من الرفاهية.
- المعطى الثاني أن الأزمات السابقة لم تشهد إنهاء بنوك عملاقة عمرها أكثر من 150 عام مثل بنك "ليمان براذرز" الأميركي الذي تهاوى منذ الأسبوع الأول، بينما استطاع هذا البنك نفسه أن يتجاوز أزمة 1929 بسهولة، وتوالى بعد ذلك سقوط شركات وبنوك أخرى ولولا تدخل الحكومة الأمريكية لتساقطت وتهاوت البنوك الواحدة تلو الأخرى، ولذلك تدخلت الدولة بشكل قوي وغير مسبوق نظرا لدرجة الخطورة.
- جاءت في زمن العولمة بما يعنيه ذلك من سرعة إنتشار المعلومة، ففي السابق لم يكن العالم مرتبطاً ببعضه كالاليوم.

¹المناسيع راجح أمين، "الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010-2011، ص98.

² نفس المرجع السابق، ص99.

كما أنها تتميز بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:¹

1- أزمة النظام الرأسمالي: الأزمة المالية العالمية هي السوق الحرة، مع غياب الشفافية وتراجع دور أجهزة الرقابة الحكومية والدولية وسيادة منطق الجشع ومذهب النفعية المفرطة.

2- أزمة مالية عالمية: تتميز هذه الأزمة عن سابقتها بشمولية تأثيرها وتحويلها إلى أزمة إقتصادية عالمية حيث أخذت تنتشر بوتيرة متسارعة، ونظرا لإنفتاح العلاقات الإقتصادية الدولية وإنتشار الشركات المتعددة الجنسيات والأسواق المالية والتدفق الهائل للتجارة الدولية وتشابك العلاقات الإقتصادية والمالية النقدية بين الدول ولاسيما الدول الصناعية، كان من السهولة أن تنتقل تداعياتها إلى باقي بلدان العالم.²

ويمكن تحليل عالمية الأزمة المالية بالإعتماد على عدة عوامل تصب جميعها في محور واحد ألا وهو فقدان الثقة بالسياسة الإقتصادية الكلية وذلك من خلال ما يلي:³

✓ **العامل الأول:** حجم الإقتصاد الأمريكي الكبير (ربع الإقتصاد العالمي تقريبا) وتشابكه مع إقتصاديات معظم دول العالم فالولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر مستورد في العالم (حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15,5% من الواردات العالمية، حسب إحصائيات التجارة الخارجية لعام 2006 الصادرة عن منظمة التجارة العالمية)، كما أنها أكبر مدين في العالم وصاحب أكبر بورصات في العالم ولذلك فإن ظهور بواذر الكساد في الولايات المتحدة الأمريكية سوف ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية.

✓ **العامل الثاني:** وجود مستثمرين أفراد وصناديق إستثمار دولية أي تستثمر في أكثر من سوق مالية حول العالم وتنويع الإستثمارات بتوجيهها إلى عدة أسواق مالية في نفس الوقت حيث تعمل في حالة الأزمات المالية بسرعة فقد تخسر في سوق مالية مثل أمريكا، ولذلك تسارع لتعويض خسائرها من خلال بيع إستثماراتها في أسواق مالية أخرى مثل الشرق الأوسط أو الأسواق الآسيوية ولا يشترط أن يتم البيع لجني المكاسب وإنما قد يتم البيع والسحب لتفادي خسائر جديدة.

✓ **العامل الثالث:** أدت الثورة التكنولوجية في الإتصالات والمعلومات والأنترنت إلى وصول المعلومات بسرعة إلى أنحاء العالم، وعندما يشاهد المستثمرون في مختلف العالم إختيار إقتصاديات الدول الكبرى وإختيار البورصات، فإنهم يتوقعون عودة السيناريو الأسوأ ولذلك تحدث حالة نفسية تصيب عدد كبير منهم فيسارعون إلى بيع إستثماراتهم حتى ولو كانت شركة جيدة.

✓ **العامل الرابع:** ربط كثير من الدول أسعار صرف عملاتها بالدولار، ولذلك فإن حدوث هبوط في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى مثل: اليورو، الين والجنه الإسترليني، يعني خسارة نقدية للإستثمارات

¹ عدنان السيد حسن، "فضايا دولية: الأزمة العالمية"، المؤسسة الجامعية للدراسات الجامعية والنشر والتوزيع، لبنان، 2010، ص26.

² رسلان أحمد محمد، "الأزمة المالية العالمية وأثارها على الجهاز المصرفي الفلسطيني"، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 14، العدد 2،

2012، ص291.

³ حماد طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص-ص23-24.

بالدولار سواء داخل أمريكا أو خارجها، وهكذا تحدث الخسارة للدول التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار، ولذلك فإن أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب الإستثمارات من هذه الدول لتنتقل إلى دولة أخرى ذات عملة معومة مثل أوروبا ودول جنوب شرق آسيا.

✓ **العامل الخامس:** يتوافر لدى الدول المتقدمة (مثل الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية واليابان) الكوادر والكفاءات والقدرات البشرية للتعامل مع الأزمات المالية بسرعة، وكذلك القدرة على التكيف مع الظروف المختلفة ومرونة الجهاز الإنتاجي لتفادي الآثار الوخيمة للأزمة على إقتصادياتها وتصديرها للأخرين، بالإضافة إلى ذلك لديها الموارد المالية الضخمة والإحتياطات الكبيرة لضخ الأموال للمساعدة في جهود الإنقاذ للشركات المتعثرة من ناحية، ولتحريك الطلب الداخلي من ناحية أخرى، في حين تعاني الدول النامية من نقص الإمكانيات والقدرات المالية للتعامل مع مثل هذه الأزمات العالمية من ناحية، وبطء التحرك من ناحية أخرى، ولذلك فإن من يدفع معظم فاتورة الخسائر هو الدول النامية.

3- أزمة شاملة التهديد: إذ أنها أزمة لم يسلم منها أحد حيث ضغطت الأزمة على الحكومات والشعوب معا بمثل ما ضغطت على الشركات الكبرى ورجال الأعمال وعلى الفقراء وذوي الدخل المحدود وراحت تهدد الإمبراطورية الأمريكية في عظمتها المالية والإقتصادية والعسكرية والتقنية، كما هددت الدول الصناعية في عالم الشمال والدول النامية في الجنوب. لذلك فهي أزمة عالمية بإمتياز من حيث التهديد والضغط والمفاجأة عندما أخذت تتوسع وتنتقل من دولة إلى أخرى خارج نطاق التوقع أو التصور العالمي.¹

4- أزمة عميقة: ذلك نظرا لحجم الخسائر التي تسببت فيها حيث فاقت الخسائر تريبوني دولار في بداية عام 2009، مما تطلب التدخل المباشر للدول لإنقاذ أنظمتها المالية التي كانت على وشك الإنهيار لثبات عدم جدوى الأساليب التقليدية للسياسة النقدية التي عجزت على تقويم الإختلال ومعالجة أزمة السيولة التي أصبحت تعاني منها الأنظمة المالية وخاصة المصرفية.²

5- أزمة معقدة: إن الأزمة المالية العالمية أكثر تعقيدا من الأزمات السابقة لأن الإبتكار المالي (عن طريق التوريق) أدى إلى ظهور أصول مالية غاية في التعقيد ومن الصعب تحديد مستوى المخاطر فيها.³

¹ عدنان السيد حسن، مرجع سبق ذكره، ص9.

² بن نعمان حمادو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة الإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص3.

³ عماد موسى، "أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية"، المؤتمر الدولي حول "دور القطاع الخاص في التنمية: تقييم إستشراف، لبنان، أيام 23-25 مارس 2009، ص2.

الفرع الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

وتتمثل فيما يلي:¹

- 1- الهرولة إلى سحب الإيداعات من البنوك؛
- 2- قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفا من صعوبة إستردادها؛
- 3- نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية مما أدى إلى إنكماش حاد في النشاط الإقتصادي؛
- 4- إنخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد، وهذا أحدث إرتباكا وحللا في مؤشرات الهبوط والصعود؛
- 5- إنخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدا وضمانات مغلطة؛
- 6- إنخفاض المبيعات ولاسيما في قطاع العقارات بسبب ضعف السيولة؛
- 7- إزدياد معدل البطالة بسبب توقف بعض الشركات والمصانع عن العمل أو الإفلاس والتصفية، أما التي مازال بها رمق حياة فصار موظفوها مهددين بالفصل؛
- 8- إنخفاض معدلات الإستهلاك والإنفاق والإدخار والإستثمار وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.

¹ وصاب عتيقة، "دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية (حالة الدول العربية)"، أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013، ص-ص 9-10.

المبحث الثاني: تشخيص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

بغية الوقوف على حقيقة الأزمة المالية العالمية وأبعادها المختلفة، يقتضي البحث عن أسبابها ومدى تأثير التداخل بين الإقتصاديات الدولية على إنتشارها بالصورة التي الت إليها، مما جعلها تؤثر على معظم إقتصاديات العالم.

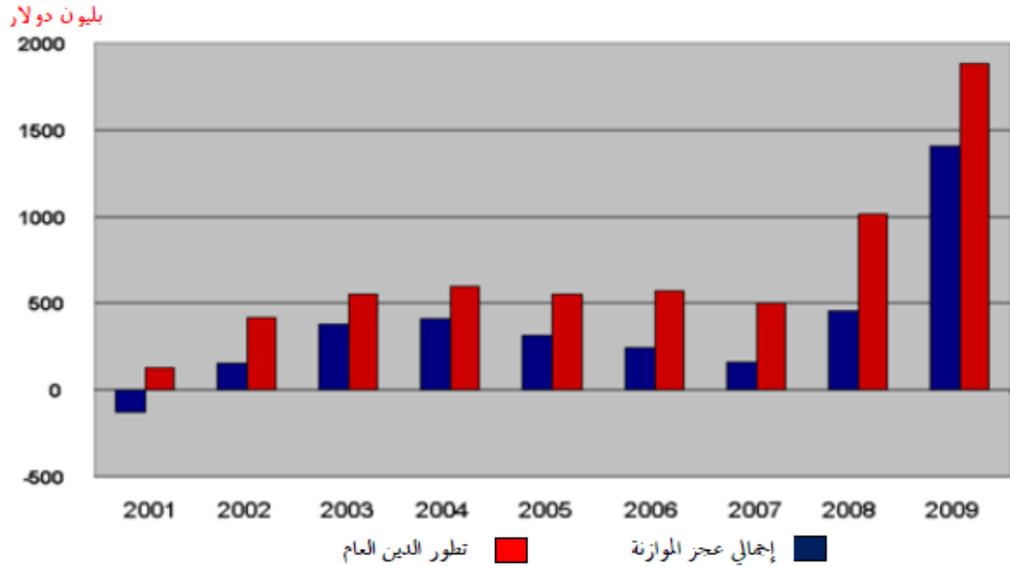
المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

لقد تشابكت العديد من الأسباب وتضافرت مع بعضها البعض لتشكل وتتسبب في الأخير بحدوث الأزمة المالية العالمية، ويمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء إندلاعها فيما يلي:

1- تغير ظروف الإقتصاد الأمريكي: حيث يعاني الإقتصاد الأمريكي من عدة إختلالات منذ فترة طويلة أبرزها:¹

➤ **عجز الميزانية:** يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2,9 % من الناتج المحلي الإجمالي، وهكذا يؤكد ضرورة الإهتمام بالتوازنات الإقتصادية وليس المالية، ويغلب الطابع العسكري على النفقات العامة حيث لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية، كما أن الضرائب تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدلا من الحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي.

الشكل رقم(09): إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة خلال الفترة(2001 - 2009)

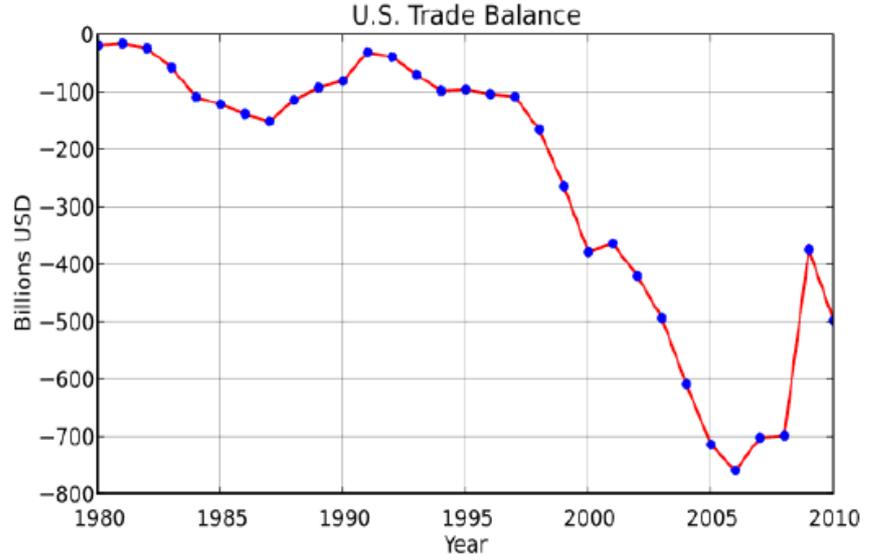


المصدر: محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص109.

➤ **العجز التجاري:** يلاحظ أن العجز التجاري الأمريكي يزداد منذ عام 1971، إذ أنه لم يسجل أي فائض بل عجز يزداد سنويا حتى وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار، ويعود السبب الأساسي في ذلك العجز إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الإستهلاك.

¹ مصطفى حسني مصطفى، "الأزمة المالية العالمية أسبابها وأثارها الإقتصادية وكيفية مواجهتها"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية"، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، يومي 1-2 أبريل 2009، ص5.

الشكل رقم (10): العجز التجاري للولايات المتحدة خلال الفترة (1980- 2010)



المصدر: محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مراح، ورقلة، 2011-2012، ص109.

➤ **المديونية:** أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأميركية إرتفاع الديون الحكومية (للإدارة المركزية والإدارات المحلية) من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003، وإلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007، وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي، وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة، يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية ويعادل ثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية.¹

2- أسباب أخرى للأزمة المالية العالمية: إضافة إلى الأسباب المتعلقة بالإقتصاد الأمريكي هناك أسباب أخرى ساهمت أيضا إما في نشأة هذه الأزمة أو في تفاقمها بعد نشأتها ويمكن إجمال أهمها فيما يلي:²

➤ **توريق الديون العقارية:** وهي عمليات يتم فيها تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول بحيث ينقل الخطر إلى طرف ثالث، وتقوم البنوك بتوزيع مخاطرها على غيرها لقاء هامش فائدة إضافي كانت تفرضه على المقترضين ولكن عندما انفجرت فقاعة الإسكان بوصول القروض المكشوفة إلى حدود غير محتملة للبنوك وإكتشاف الكم الهائل من صكوك التوريق الخاصة بالديون العقارية غير قابلة للبيع ولا قيمة لها، كان الأمر بمثابة العاصفة الهوجاء التي أطاحت بعشرات البنوك الأمريكية والتي تعصف بالإقتصاد العالمي كله، وكانت مشكلة البنوك أنها إكتشفت فجأة أنها تملك من صكوك رديئة وخسائر تقدر بمليارات الدولارات.

➤ **الزيادة في أعباء القروض العقارية:** وبالذات في الولايات المتحدة الأمريكية أثناء الإنتعاش المفاجئ في قيمة العقارات وعدم القدرة على تسديد أفساطها بسبب ما تلا ذلك من هبوط حاد في قيمتها مع تزايد سعر الفائدة، مما

¹المانسيع رايح أمين، مرجع سبق ذكره، ص103.

²يوسفات علي، "أزمة الرهن العقاري"، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف مسيلة، العدد 02، 2009، ص-ص5-6.

أدى إلى جفاف جديد في السيولة لدى الجهات المقرضة الأمر الذي صاحبه قيام البنوك والمؤسسات المقرضة بالإقتراض مرة ثانية لتلافي ذلك الجفاف وبضمان تلك العقارات غير المملوكة لها أصلاً، لتقوم المؤسسات المقرضة بالإقتراض ورهن تلك العقارات مرة ثالثة، وهكذا ظلت سلسلة الإقتراض تزداد حلقاتها وبرهن واحد مما أدى إلى بروز تلك الأزمة وتداعياتها.¹

➤ **عدم شفافية ووضوح البيانات المالية وسوء الإدارة:** يعتمد تقييم المشاريع المراد الإستثمار فيها وإجراءات منح البنوك للإئتمان المصرفي لعملائها على البيانات والمعلومات المالية الخاصة بالوحدات الاقتصادية، وعلى توقع ظروف السوق المحلية والعالمية والجهة المسؤولة عن إصدار هذه البيانات هي المحاسبة القانونية التي تعتبر الجهة الأساسية المكلفة بتقديم الأرقام والبيانات المالية التي تبين الوضع المالي للوحدات الاقتصادية، وعن ظروف وأوضاع السوق فعدم الشفافية والتلاعب في البيانات المالية يؤدي إلى إعطاء المضاربين والزبائن معلومات خاطئة عن تقييم المؤسسة، فقد تظهر المؤسسات الخاسرة رابحة والعكس، تتم عملية التلاعب أو إخفاء بعض المعلومات من قبل الجهات المسؤولة عن إدارة أسواق البورصة أو المؤسسات المالية أو البنوك.²

➤ **وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية:** تستحوذ وكالات التقييم الأمريكية الثلاثة والمتمثلة في "Fitch، Moody's، Standard & Poor's" على 95% من السوق الأمريكي، التي يكمن دورها في تقييم الجدارة الائتمانية للمقرض (مؤسسات خاصة أو عامة) عن طريق القياس بالضبط مخاطر عدم سداد ديونهم، وتسمح العلامة المعطاة للمستثمرين بحصولهم على معلومات بسيطة ومقروءة لمخاطر تعثر تلك الأعوان³، وخلال الطفرة التي سبقت الأزمة في الأوراق المالية المدعومة بالرهونات العقارية الأمريكية الخطرة - من السندات البسيطة المدعومة بالرهون إلى إلتزامات الدين المضمونة بالغة التعقيد - كثيراً ما كانت تعطي تصنيفات بدرجة AAA أعلى تصنيف لأعداد كبيرة من تلك الإصدارات الأمر الذي أشغل الطلب عليها و ولد إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى. وحسب هيئة التحقيق في الأزمة المالية التي تتولى التحقيق في أسباب الأزمة المالية قامت وكالة "موديز" لوحدها بتصنيف ما قيمته 4700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون السكنية خلال الفترة ما بين عام 2000 و 2007 إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 736 مليار دولار من إلتزامات الدين المضمونة.

لذلك نتجه أصابع الإتهام بضراوة إلى وكالات التصنيف الائتماني العالمية، حيث أثرت العديد من الشكوك بشأن مدى مصداقية وشفافية تلك الوكالات، ولم تأتي تلك الشكوك من فراغ بعد أن كشفت الأزمة المالية العالمية عن وجود عيوب كثيرة إعترت عمليات التصنيف التي تجرئها الوكالات.⁴

¹ أرشاد نعمان شابع العامري، "الخدمات المصرفية الائتمانية في البنوك الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2013، ص-ص 529-530.

² عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية والمصرفية العالمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص-ص 301-302.

³ نسيمه حاج موسى، علوي فاطمة الزهراء، "أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، العدد 08، 2010، ص 121.

⁴ بلعزوز بن علي، مداني أحمد، "التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية شرعية"، المؤتمر الدولي الرابع حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الإقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية، الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010، ص 10.

➤ **إنعدام الثقة لدى المؤسسات المالية:** من الأسباب المألوفة للأزمات المالية إهتزاز الثقة في إقتصاد 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 بعد نشوئها، إذ إمتنعت هذه المؤسسات عن إقراض بعضها تحسبا لزيادة إقبال المودعين على سحب أموالهم لديها، وخشيتهم من عجز هذه المؤسسات عن رد تلك الأموال خاصة بعد إنتشار الهلع والذعر بين المودعين وإقبالهم الشديد على سحب أموالهم من البنوك.

➤ **إنخفاض سعر صرف الصين (اليوان):** إن سعر صرف اليوان جعل البضائع الصينية رخيصة للغاية ودفع المستهلك الأمريكي إلى شرائها بكثرة، وقد وفر هذا للصين سيولة نقدية كبيرة وضفتها في شراء سندات خزينة أمريكية وسندات قروض مدعومة ورهون عقارية، مما سمح للبنوك الأمريكية بتوسيع دائرة الإقراض وتسبب في هذه الأزمات.¹

➤ **إستخدام المشتقات المالية:** ساهمت المشتقات المالية بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية، حتى أنها وصفت بـ "أسلحة المار المالي الشامل"، ولا تتضمن تجارة المشتقات المتاجرة بأصول حقيقية، وإنما هي عقود متعلقة بتحقيق شروط أو أحداث في المستقبل، وهي أقرب للقمار منها للتجارة، وأحد أوضح صور تجارة المشتقات تتعلق بالمضاربة على إتجاه إرتفاع أو إنخفاض البورصة، ونوع آخر يتعلق بعود البيع أو الشراء لسلمة أو أصل مالي في المستقبل عند سعر معين، ولا يشترط في البائع أو المشتري تملك السلعة أو الورقة المالية ويكتفي فقط بتقديمه وعدا بالبيع أو بالشراء.

و ساهمت عقود المشتقات التي يقال أنها وصلت إلى ما يزيد على 500 تريليوني دولار (أي إلى عشرة أضعاف الناتج الإجمالي العالمي) عام 2008 في زيادة عنف تقلبات الأسواق بدلا من أن تخفف منها.²

➤ **النفقات العسكرية:** لعل من أهم الأسباب غير مباشرة للأزمة هي النفقات العسكرية على ما يسمى "بالحرب على الإرهاب في العراق وأفغانستان"، فالولايات المتحدة الأمريكية تنفق كل ثلاثة دقائق مليون دولار لحربها على العراق، مما يعني نزيف للسيولة العالمية وتمويله يكون بإقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخل، وذلك بإصدارها سندات خزينة، ولهذا السندات سمعة عالمية كبيرة مصدرها إسم الولايات المتحدة الأمريكية لذلك يستثمر بها معظم دول العالم بدون إستثناء.

فعندما ندقق في مكونات الإنفاق العام الأمريكي نجد أن نفقات الدفاع شكلت جانبا كبيرا من إجمالي الإنفاق العام الأمريكي عبر التاريخ المالي لها، وفيما عدا فترة "الحرب في فيتنام وحرب الخليج"، يلاحظ أن نسبة الإنفاق العسكري إلى إجمالي الإنفاق العام ظلت في تراجع مستمر، حتى بلغت 16,1% فقط من إجمالي الإنفاق العام في عام 1999، غير أن إعلان الحرب على أفغانستان والعراق دفع بهذه النسبة إلى التصاعد مرة أخرى إلى 20.1% في عام 2011.

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 66-67.

² ملحق تقرير المدير العام، "الأزمة الإقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية، مؤتمر العمل العربي، الدورة السادسة والثلاثون، عمان، 12 أبريل 2009، ص 156.

بإختصار الإنفاق العسكري الأمريكي أصبح اليوم في غاية الخطورة للولايات المتحدة، فهو من ناحية يؤدي إلى تصاعد مستويات عجز الميزانية، ومن ثم تصاعد الدين العام إلى المستويات الحرجة والتي يبلغها حالياً¹.

الجدول رقم (03): حجم الإنفاق العسكري الأمريكي خلال الفترة (2003-2008) (ألف دولار).

| السنة | الحرب على العراق (ألف دولار في الدقيقة) | الحرب على الإرهاب (ألف دولار في الدقيقة) | ميزانية الدفاع الأمريكي |
|-------|---|--|-------------------------|
| 2003 | 93 | 54 | 438 |
| 2004 | 111 | 74 | 448 |
| 2005 | 164 | 100 | 507 |
| 2006 | 188 | 116 | 536 |
| 2007 | 245 | 166 | 611 |
| 2008 | 371 | 195 | - |

المصدر: صباغ رقيقة، "الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014، ص 111.

المطلب الثاني: إنتقال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و إنتشارها.

في أي نظام مالي قائم على دعامتين رئيسيتين هما المؤسسات المالية والأسواق المالية يبدو للوهلة الأولى بعدم وجود علاقة بين هاتين الدعامتين، ولكن الحقيقة غير ذلك حيث أن الأسواق المالية تُعد مرآة لما يحدث في المؤسسات المالية مثل البنوك مما دفع المستثمرين في الأسواق المالية - وكرد فعل لإنخفاض قيمة الأسهم التي يملكونها - إلى بيع أسهمهم تجنّباً لأي خسارة كبيرة، ومن ناحية أخرى بدأت أسهم شركات أخرى بالإنخفاض كنتيجة طبيعية للنتائج السلبية التي حققتها أزمة السيولة لدى البنوك وإنخفاض مستوى الطلب الكلي .

إنتقلت عدوى الأزمة الأمريكية إلى جميع أنحاء العالم وأدت إلى إنخفاض مؤشرات الأسواق المالية بشكل غير مسبق، وسبب إنتقال عدوى إنخفاض مؤشرات الأسواق المالية بين الدول هو وجود العديد من القنوات الاستثمارية بين هذه الدول، مع ملاحظة أن نسبة التراجع لم تكن على وتيرة واحدة، فهبط المؤشر العام حتى في دول لا توجد فيها إستثمارات أمريكية في البورصة كالسعودية بنسبة تفوق هبوط المؤشر العام في دول أخرى لا تضع قيوداً على الإستثمارات الأجنبية ومن بينها الأمريكية كأوروبا.

وعليه كان إنفجار الفقاعة العقارية الأمريكية عاملاً مهماً لهبوط أسهم الشركات الأخرى غير العاملة في القطاع العقاري، في حين لا وجود لمثل هذا العامل في دول أخرى ومع ذلك هبطت شركاتها العقارية وحتى على إفتراض معاناة

¹ صباغ رقيقة، "الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014، ص-ص 111-113.

القطاع العقاري من مشاكل مالية على الصعيد العالمي فمن غير المعقول أن تستفحل الأزمة وتنهيار الأسهم في العالم في نفس اليوم إذ أن الأسواق المالية ليست فروعاً "للول ستريت".¹

وإطلاقاً من هذه الملاحظات العامة يمكن تحليل عالمية الأزمة الأمريكية بالإعتماد على ثلاثة عوامل، يتعلق العامل الأول والثاني بمختلف بلدان العالم ويرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار وتصب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية.

✓ العامل الأول والأساسي هو ظهور بؤادر الكساد الإقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية، فالولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15,5 من الواردات العالمية.)

✓ أما العامل الثاني فهو تعويض الخسارة حيث إعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد، فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإن أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها خسارة، وفي حالات معينة عندما تنخفض أسهمهم في دولة ما فسوف يسحبون أموالهم المستثمرة في دولة أخرى لتعويض الخسارة أو لتفادي خسارة ثانية، وتتم عمليات السحب الجماعي في الساعات الأولى من اليوم الأول لخسارتهم.

✓ وفيما يتعلق بالعامل الثالث فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، حيث إنخفضت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع عام 2008 في الولايات المتحدة سبع مرات بنسب عالية وفي كل مرة يتراجع فيها سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية هو نتيجة لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة فهذا التراجع يعني خسارة الإستثمارات بالدولار سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها وبنفس النسبة في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار وعلى هذا الأساس، فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب إستثماراتها من هذه الأقطار لتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا.²

المطلب الثالث: أثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

تعتبر الأزمة المالية التي إندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية من أخطر الأزمات التي شهدتها النظام الرأسمالي منذ أزمة 1929، و يمكن لنا إبراز أهم أثار هذه الأزمة على عدة مجالات والمتمثلة في:³

1- إفلاس العديد من البنوك والشركات بسبب أزمة السيولة: تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي، فقد أدت إلى خسائر ضخمة وإفلاسات في العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا الأمر

¹ زايري بلقاسم، ميلودي مهدي، "الأزمة المالية العالمية: أسبابها وأبعادها وخصائصها"، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول "الأزمة العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الإقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009، ص-ص 13-14.

² محمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودية، "إدارة الأزمات الدولية المالية والإقتصادية"، دار جليس الزمان، عمان، الأردن، 2011، ص-ص 89-90.

³ حسين عبد المطلب الأسرج، "الأزمة الإقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية"، الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة المالية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 11.

الذي أدى إلى إنتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، وتراجعت معدلات تقديم الإئتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة هذه الأزمة. فقد أدت الأزمة إلى إفلاس أضخم البنوك الأجنبية والشركات منها بنك "ليمان براذرز" وهو رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة، تبعت تعثر شركة "ميريل لينش" التي خسرت في عام واحد ما قيمته 23 مليار دولار، ثم تباعت حلقات السلسلة في التفكك واحدة تلوى الأخرى، وكان أهمها "واشنطن ميوتشوال" أحد أكبر مصارف التوفير والقروض في الولايات المتحدة بالإضافة إلى "فاني ماي" و "فريدي ماك" المختصين بتمويل العقارات وقد بلغت خسائر شركة "فاني ماي" خلال الربع الأول من عام 2009 ب 232 مليار دولار.¹

وقد تعدت الأزمة حدود الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب مؤسسات مالية ضخمة في أوروبا مثل مصرف "نورثن روك" في بريطانيا للتسليف العقاري، والذي قامت الحكومة بتأميمه إضافة إلى بنك "إتش بي أو إس" رابع بنك في بريطانيا من حيث الرسملة، وكان من ضحايا الأزمة أيضا في بريطانيا بنك "هاليفاكس" بنك "أوف سكوتلاندا" الذي قام بنك "لويدز" البريطاني بشراؤه، أما خارج بريطانيا شركة "غلينتنز" المالية في أيسلندا وبنك "هيوريل إيستيت" في ألمانيا، ناهيك عن الخسائر التي منتهت بها مجموعة "سي تي غروب" المصرفية الأمريكية، لكن الطامة الكبرى كان في إفلاس أكبر شركة تأمين في الولايات المتحدة الأمريكية و العالم هي AIG بعد أن فقد أكثر من 90% من قيمها والجددير بالإشارة أن خسائر شركة "جينيرال موتورز" أكبر شركة للسيارات في العالم في عام 2008 قد بلغت ما قيمته 30,9 مليار دولار، و بلغت خسائر شركة تويوتا خلال الربع الأول من عام 2009 ب 70 مليار دولار بسبب تراجع مبيعاتها، بينما تشير تقديرات بنك التنمية الآسيوي إلى أن خسارة العالم قاربت الـ 50 تريليون دولار من الأصول المالية في عام 2008.²

2-إنهيار البورصات: شهدت أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم تقريبا إنخفاضات كبيرة ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الإهيارات الغير متوقعة للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى، وترتب على الأزمة زيادة تخلي المستثمرون على ملكية الأسهم وتوجههم بشكل كبير على شراء سندات الخزنة الأمريكية نظرا لضعفها القوية، وقد لجأت الحكومة الأمريكية إلى إستخدام هذه الأموال في تمويل البنوك وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية.

وفي أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية هبط مؤشر "داوجونز" الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 679 نقطة، أي ما يعادل 7,3% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258 نقطة، وإنخفض مؤشر "ستاندرد اند بورز" 500 الأوسع نطاقا 75 نقطة، أي بنسبة

¹عوض بن عوض يسلم، "مدى تأثير المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول "الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل"، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، المركز الجامعي بقرطاج، يومي 23-24 فيفري 2011، ص9.

²نفس المرجع السابق، ص-ص 9-11.

7,6% مسجلا 909.9 نقطة بدلا من 984,9 نقطة، وإنخفض مؤشر " ناسداك " المجمع الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا 95.2 نقطة إلى 1645 بدلا من 1740.2 نقطة.¹ وأسيويا هبط مؤشر " نيكى " الياباني لأسهم الشركات اليابانية بنسبة أكثر من 11% ليسجل أكبر خسارة في يوم واحد منذ إنحيار أسواق الأسهم عام 1987 بل أن التقارير تشير إلى أن البورصة اليابانية هبطت إلى أدنى مستوى لها منذ 25 عاما، وفي بكين تراجع أسعار الأسهم الصينية بمقدار 3.57% وتراجعت بورصة هونج كونج 7.3% بسبب مخاوف المستثمرين من تداعيات الأزمة المالية العالمية، ويرجع هذا الانخفاض الحاد في البورصات العالمية للأزمة المالية التي أصدرتها الولايات المتحدة، وكان السبب الرئيسي وراء هذه الانخفاضات هو ارتفاع حدة المضاربات في الأسواق المالية العالمية.² ويمكن لنا تصور حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية، وقدر الانخفاض الذي لحق بالأوراق المالية، وأهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية خلال سنة 2008 من خلال استعراض الجدول التالي:

الجدول رقم(04):معدل الإنخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول خلال سنة 2008.

| الدولة | معدل الإنخفاض | أكبر القطاعات المتضررة |
|------------------|---------------|--|
| الولايات المتحدة | 36% | قطاع البنوك و العقارات و السيارات |
| اليابان | 46% | قطاع السيارات والصادرات |
| ألمانيا | 41% | قطاع البنوك والسيارات، والدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا اقتصاديا |
| بريطانيا | 34% | قطاع البنوك والعقارات، وأول دولة في العالم تواجه ركودا |
| كندا | 34% | العقارات وهي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نموا أثناء الأزمة |
| فرنسا | 42% | قطاع البنوك والسيارات |
| الصين | 50% | النشاط الصناعي واضطرت الدولة إلى الاعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات |
| الهند | 50% | النشاط الصناعي رغم أنها إستمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن دون 7% |
| إيطاليا | 49% | قطاع الطيران |
| المكسيك | 33% | قطاع البترول |
| روسيا | 66% | قطاع البترول |
| إندونيسيا | 50% | قطاع الأحشاب وتراجع معدلات النمو من 10% إلى 6% |
| كوريا الجنوبية | 42% | قطاع التصدير |
| تركيا | 53% | و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها |
| السعودية | 40% | قطاع البترول |
| جنوب إفريقيا | 36% | و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها |
| أستراليا | 42% | قطاع الزراعة |
| البرازيل | 44% | قطاعات المعادن والأخشاب والسيارات |
| الأرجنتين | 65% | بسبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001 |

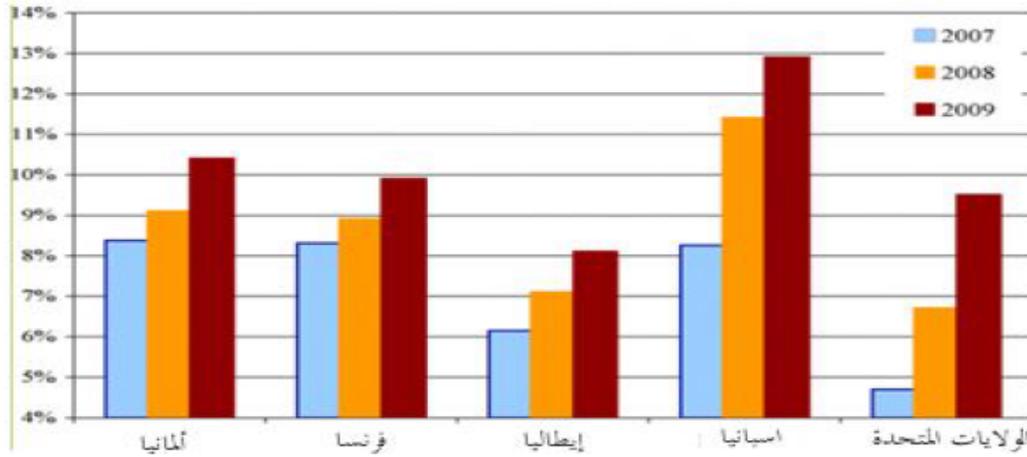
المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص75.

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص-ص71-73.

² عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية والمصرفية العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص320.

3- إرتفاع في معدلات البطالة: وصلت نسبة البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 6,5% و هي النسبة الأعلى منذ 14 عام، كما وصل معدل البطالة في الإتحاد الأوروبي إلى حدود 7% ، و قد كشف إستطلاع للرأي يشمل 15 قطاعا إقتصاديا حيويا في ألمانيا أن نحو 215000 وظيفة هددت بالإلغاء عام 2009 ،وفي بريطانيا إرتفاع معدل البطالة إلى 5,7% مقابل 2,5% في الربع الأول من عام 2008.¹

الشكل رقم(11):تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض البلدان الأوروبية



المصدر: نادية العقون، "العولمة الإقتصادية و الأزمات المالية:الوقاية و العلاج دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية،تخصص إقتصاد التنمية،كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة،2012-2013،ص193.

4- ظهور حالات الركود وبوادر الكساد:أدت الأزمة المالية إلى دخول الإقتصاد العالمي في ركود إقتصادي نتيجة إنخفاض الإستهلاك وتقليص إنفاق الشركات والنشاط الإسكاني، وإنعكس ذلك على العجز في الميزان التجاري للدول المتقدمة، إذ حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزا قياسيا خلال سنة 2008 بلغ 455 مليار دولار وبتزايد قدرها 50% مقارنة بنسبة، وحقق الميزان التجاري لدول الإتحاد الأوروبي في سنة 2008 عجزا بقيمة 27,2 مليار أورو(ما يعادل 36 مليار دولار) مقارنة ب16,1 مليار أورو سنة 2007.

وتفاقم العجز التجاري في روسيا إلى 44,8 مليار أورو مقارنة ب32,9 مليار أورو، فيما بقي العجز ثابتا مع الصين بمقدار 86 مليار أورو ، بينما تراجع في اليابان بشكل طفيف إذ بلغ 19,6 مليار أورو مقارنة ب20,2 مليار سنة 2007.

وحسب تقرير البنك الدولي لعام 2008 فإن نمو الناتج المحلي العالمي سيصل إلى 0,9% سنة 2009، و من المرجح أن يبلغ معدل النمو في البلدان النامية 4,5% مقابل 7,9% سنة 2007.²

¹الظاهر هارون، العقون نادية، "الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها، البات إنتشارها والأثار المترتبة عنها"، ورقة مقدمة ضمن ملتقى "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، يومي 5-6 ماي 2009، ص15.

² ناصر مراد، مرجع سبق ذكره، ص-ص6-7.

5- أثر الأزمة المالية على معدلات النمو الإقتصادي: تشير التوقعات لكل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي إلى إتجاه معدلات النمو الإقتصادي في معظم دول العالم إلى الإنخفاض عام 2009، فقد أصدر صندوق النقد الدولي تقريراً بعنوان (أفاق الإقتصاد العالمي) توقع فيه أن النمو الإقتصادي في إقتصاديات الدول المتقدمة سيصل إلى مستوى قريب من الصفر عام 2009، أو حتى أقل بكثير.

أما في الإقتصاديات الناشئة والنامية تنخفض معدلات النمو الإقتصادي في المتوسط إلى 6% عام 2009 بعد أن كان 6,7% عام 2008، ومتوسط نمو إقتصادي عالمي يبلغ 3% عام 2009 بعد أن كان 5,7% عام 2008، أي أن الإقتصاد العالمي يتراجع عام 2009 بتراجع مستويات غير مسبوقه.¹

6- إنخفاض أسعار البترول: حيث لوحظ الإنخفاضات المتتالية لأسعار البترول بداية من تفجر الأزمة حيث كانت أسعار البترول قد وصلت إلى 150 دولار للبرميل بنحده إنخفاض إلى 147 دولار للبرميل، وفي 12 سبتمبر 2008 إنخفضت أسعار النفط إلى أقل من 100 دولار للبرميل، ومع تفجر الأزمة وصل سعر البرميل في المتوسط حوالي 93 دولار للبرميل، وفي 18 نوفمبر 2008 وصل سعر البرميل إلى أقل من 55 دولار، الأمر الذي أدخل الدول المنتجة للنفط مرحلة زيادة العجز في موازنتها حيث أن معظمها إعتمدت على 60 دولار سعراً للبرميل النفط، و بعضها الآخر إعتد 40 دولار سعراً للنفط في موازنتها. وقد وصل سعر البرميل في 31 ديسمبر 2008 إلى 33 دولار للبرميل.

7- إنخفاض حجم التجارة الدولية: كان للأزمة إنعكاسات وأثاراً كبيرة للغاية على التجارة العالمية فقد أعلنت منظمة التجارة العالمية بأن معدل تراجع التجارة الدولية كانت كبيرة للغاية حيث إنخفضت التجارة العالمية للمرة الأولى منذ 1982، ولما لا فالإقتصاد الأمريكي المنهار يمثل ما لا يقل عن 30% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي ويؤثر مباشرة على ما لا يقل عن 50 إقتصاديات 50 دولة تأثيراً مباشراً، فإذا كان هذا الإقتصاد دخل في حالة ركود عام 2008 فإن التوقعات والمؤشرات كلها تشير إلى إنخفاض الطلب لهذه السوق على المنتجات من الدول الأخرى بمعدلات كبيرة وهو ما إنعكس على إنخفاض الصادرات المتدفقة من الدول الأخرى على الإقتصاد الأمريكي، ومن ناحية أخرى إنخفضت قدرة هذا الإقتصاد الأمريكي أيضاً على الإستيراد وكذلك على التصدير.²

8- تذبذب أسعار الذهب والعملات: لوحظ على أسعار الذهب تغيرها صعوداً وهبوطاً أثناء الأزمة بشكل حاد فقد نجد خلال أيام إنخفاضاً في أسعار الذهب يمثل إنخفاضاً كبيراً ومن ناحية أخرى قد يحدث إرتفاعاً حاداً بعد أياماً أخرى وهكذا، وفي المقابل شهدت العملات الدولية القابلة للتحويل تغيرات شديدة وعدم إستقرار في أسعار الصرف أي العلاقة بين تلك العملات وبعضها البعض، وقد إنخفض سعر الدولار عدة مرات متتالية مما أثر على باقي العملات الأخرى ومعنى ذلك خلق حالة من عدم الإستقرار في أسعار الصرف.³

¹ عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية والمصرفية العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص333.

² نفس المرجع السابق، ص-324-328.

³ نفس المرجع السابق، ص-323-324.

9- الأثر على المدخرات والمدخرين: يمكن القول أن أثر الأزمة المالية العالمية على المدخرات والمدخرين كان أثرا سلبيا حيث هرب الكثير من المودعين إلى سحب ودائعهم من البنوك وذلك نتيجة لفقدان ثقة المدخرين في البنوك، هذا إضافة إلى انخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات وخاصة مع تحولها إلى أوراق مالية في البورصات وبالتالي حدوث ما يسمى بالخسائر الورقية الكبيرة .

10- الأثر على الفقر والفقراء في العالم: تشير كافة التوقعات إلى أن مساحة الفقر ستزداد في العالم بسبب الأزمة بل وعدد الفقراء سيزدادون بشكل متزايد وخاصة إذا إمتدت الأزمة إلى عام 2013 كما تشير بعض التوقعات، حيث تقدر منظمة العمل الدولية أن أعداد الفقراء العاملين بأقل من دولار واحد في اليوم قد يرتفع إلى حوالي 40 مليون ويتجاوز عدد الذين يعيشون على دولارين في اليوم 100 مليون وهكذا سيزداد الفقراء الذين يقعون تحت حد الفقر وسينضم إلى الفقراء كل الذين فقدوا وسيفقدون وظائفهم.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص-333-334.

المبحث الثالث: أساليب مواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

من أجل الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية الحادة والخطيرة، تدخلت معظم الدول لإنعاش إقتصادياتها وإرجاع الثقة في الأسواق المالية ودعم البنوك المتعثرة وذلك بإنتهاج عدة إستراتيجيات ووضع برامج للإنقاذ المالي، وتدخلت المؤسسات المالية الدولية بدورها من خلال إتخاذ إجراءات إستثنائية وتزويد الدول بمبالغ هامة.

المطلب الأول: السياسات الإحتوائية القطرية و الإقليمية لمواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

إتخذت الولايات المتحدة سلسلة من الإجراءات لتجنب تفاقم الأزمة فتم التدخل بداية في الأسواق المالية، وإتخذت دول أوروبا أيضا مجموعة من القرارات لدعم وضعها المالي والإقتصادي.

الفرع الأول: خطة الولايات المتحدة الأمريكية

وهي الخطة التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون* وذلك لإنقاذ النظام المالي الأمريكي بعد أزمة الرهن العقاري و التي ظهرت على السطح سنة 2007 وإستمرت تداعياتها حتى عام 2008 ولقد أثرت أزمة الرهن العقاري على قطاع البنوك والأسواق المالية الأمريكية مهددة بإنتهاج الإقتصاد الأمريكي .

وتهدف الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية وحماية الملكية وتشجيع النمو الإقتصادي وزيادة عائدات الإستثمارات إلى أقصى حد ممكن، وقد وضعت لمساعدة المقترضين الذين يواجهون صعوبات في تسديد أقساطهم عن طريق رفع سقف القروض العقارية التي بإمكانهم تقاضيها مقابل ضمانات عامة.¹

1- وإجمالاً تتضمن الخطة 14 نقطة:²

- السماح للحكومة بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري ؛
- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس ؛
- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة؛
- يكلف وزير الخزينة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة ؛
- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد ؛
- منح إعفاءات ضريبية بقيمة 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات ؛
- تحديد تعويضات لرؤساء الشركات عند الإستغناء عنهم ؛
- منع دفع تعويضات تشجع على مضاربات لا فائدة منها، وتم تحديد المكافآت المالية لمسئولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية ب 500 ألف دولار ؛
- استعادت العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد ؛

* إقتصادي وسياسي أمريكي تقلد جملة من المناصب في المجالين المالي والمصرفي قبل أن يتولى وزارة الخزانة الأمريكية في أحر ولاية للرئيس السابق جورج بوش الابن.

¹ نفس المرجع السابق، ص-337-338.

² ضياء مجيد الموسوي، "الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص-61-63.

- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم رئيس الإحتياطي الفدرالي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة ؛
- يحافظ مكتب المحاسبة العامة للكونغرس على حضوره في الخزينة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات ؛
- تعين مفتش عام مستقبل لمتابعة قرارات وزير الخزينة ؛
- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزينة ؛
- إتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.

الفرع الثاني: خطة الدول الأوروبية

عقدت مجموعة اليورو إجتماع في باريس بتاريخ 12 أكتوبر 2008، وبمبادرة مباشرة من الرئيس الفرنسي نيكولا ساركوزي لتنسيق الخطوات لمواجهة الأزمة¹، والعمل على إستعادة الثقة في النظام المالي والمصرفي الأوروبي، وحضر القمة زعماء فرنسا وبريطانيا وألمانيا وإيطاليا وأكدوا على ضرورة تقديم الدعم للنظام المصرفي المتضرر من الأزمة. أعلنت كل الدول الأعضاء تفاصيل خططها لإنقاذ نظامها المالي والمصرفي وذلك تطبيقاً لخطة العمل التي تبنتها القمة الأوروبية، كما قدمت المفوضية الأوروبية خطة شاملة من حوالي 200 مليار يورو لإنتشال الإقتصاد الأوروبي من الأزمة المالية والإقتصادية العالمية، وفي بيانه الختامي أعلن مؤتمر القمة على زيادة ممارسة الضغوط على واشنطن لإصلاح بسرعة وبدقة نظامها المالي وجعله متجانساً ومتناسقاً مع كل دول العالم². ويمكن تلخيص أهم في الجدول الموالي:

الجدول رقم (05): التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ الوطنية لإحتواء الأزمة المالية في بعض الدول الأوروبية.

| الدولة | مبلغ الخطة | التدابير المعتمدة |
|----------|----------------|--|
| بريطانيا | 640 مليار أورو | - صندوق إعادة رزمة البنوك إلى غاية 47 مليار دولار. - ضمان القروض ما بين البنوك ب 321 مليار أورو. - سيولة بمبلغ 256 مليار أورو. |
| ألمانيا | 480 مليار أورو | - صندوق إعادة رزمة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار دولار. |
| فرنسا | 360 مليار أورو | - صندوق إعادة رزمة البنوك إلى غاية 40 مليار دولار. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 320 مليار دولار. |
| هولندا | 200 مليار أورو | - صندوق إعادة رزمة البنوك ب 20 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين بمبلغ 180 مليار أورو. |
| إسبانيا | 100 مليار أورو | - ضمان القروض ما بين البنوك. |
| إيطاليا | 100 مليار أورو | - تلتزم الحكومة بإنفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمان إستقرار النظام المالي. |
| البرتغال | 20 مليار أورو | - ضمان القروض ما بين البنوك. |

المصدر: ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار، وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2008، ص8.

¹ Gibert Boureé , « Nicolas Sarkozy face a la crise », ed l'harmattan, paris, 2010, p95 .

² Florence Saunson, « L'ombre de 1929 plane en cette année 2009 », ed l'harmattan, paris, 2009, p24.

المطلب الثاني: التنسيق الدولي لمواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

نظرا للأبعاد الخطيرة التي إتخذتها الأزمة وأثارها الحادة التي فاقت التصورات تم عقد مجموعة من القمم الإقتصادية والتي ضمت ممثلي الدول الكبرى والناشئة والمؤثرة في حركة الإقتصاد العالمي بهدف البحث على الأسباب وإيجاد الحلول.

الفرع الأول: إجتماع الدول الصناعية الكبرى

- تبنت مجموعة الدول الصناعية الكبرى* خطة تحرك موحدة في مواجهة الأزمة، حيث إتفق وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية في هذه الدول في واشنطن على خطة تحرك من خمس نقاط بهدف إعادة الثقة في أسواق المال تمثلت في:¹
- دعم المؤسسات المالية الأساسية في النظام المالي ومنع إفلاسها.
- العمل على توفير التدابير اللازمة وتحرير الأسواق النقدية والتأكد من تحصل البنوك والمؤسسات المالية على السيولة.
- تمكين البنوك والمؤسسات المالية الوسيطة الكبرى من تجميع رؤوس الأموال بهدف إعادة الثقة بها والسماح لها بمواصلة الإقراض الإستهلاكي والإستثماري على السواء.
- تعزيز البرامج الوطنية في دول المجموعة لضمان متانة وتجانس الودائع البنكية بما يسمح لصغار المدعين بمواصلة ثقتهم في سلامة وودائعهم.
- إنعاش أسواق الرهن العقاري الثانوي وغيرها من الأصول في ظل شفافية المعلومات والتقييم الدقيق للمعلومات.

الفرع الثاني: إجتماع قادة الآسيان

عقد قادة الآسيان إجتماعا على هامش قمة إجتماعات آسيا وأوروبا في العاصمة الصينية بكين، واتفق مسئولو ثلاثة عشر بلد آسيويا - كوريا الجنوبية واليابان والصين والأعضاء العشرة في رابطة دول جنوب شرق آسيا - على إنشاء صندوق مالي مشترك بقيمة 80 مليار دولار أمريكي وذلك بحلول يونيو 2009 لمواجهة الأزمات المالية الإقليمية، وجعل هذا الصندوق هيئة إقليمية يمكنها الإشراف على أسواق المال في المنطقة لتوفير أكبر قدر من الاستقرار.²

الفرع الثالث: قمم مجموعة العشرين

دفع حجم وعمق الأزمة المالية مجموعة دول العشرين إلى عقد مجموعة من القمم بهدف الحد من آثار الأزمة والإتفاق على أسس جديدة لضبط النظام الإقتصادي العالمي ومنع تكرار هذه الأزمة.

✓ **قمة مجموعة العشرين (واشنطن):** إجتمعت مجموعة العشرين في واشنطن في 15 نوفمبر 2008 من أجل العمل على إيقاف هذه الأزمة والحد من تدهور الأوضاع التي يواجهها الإقتصاد العالمي جراء الأزمة المالية العالمية،

* الدول الصناعية الكبرى: ألمانيا، كندا، الولايات المتحدة، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا، اليابان.

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص-ص 120-121.

♦ تضم دول الآسيان كل من: ماليزيا، أندونيسيا، سنغافورة، تايلاند، الفلبين، بروناي، كمبوديا، لاوس، الفيتنام، بورما.

² إيمان مرعي، "أثر الأزمة الآسيوية على آسيا"، مجلة السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي 2009، ص 149.

⊗ **مجموعة العشرين** هو منتدى تأسس سنة 1999 بسبب الأزمات المالية في التسعينات وتضم كل من: أستراليا، الإتحاد الأوروبي، الأرجنتين، البرازيل، السعودية، الصين، ألمانيا، المكسيك، المملكة المتحدة، الهند، الولايات المتحدة، اليابان، إندونيسيا، إيطاليا، تركيا، جنوب إفريقيا، روسيا، فرنسا، كندا، كوريا الجنوبية.

تتضمن مجموعة العشرين إقتصاديات الدول الأفضل أداءً في العالم لتمثل دول مجموعة العشرين حوالي 90% من حجم الإقتصاد العالمي و 80% من التجارة الدولية ومن دولها الولايات المتحدة وكندا وبريطانيا وفرنسا ، ألمانيا، إيطاليا، روسيا واليابان.¹

أما النتيجة العملية لقمة واشنطن فقد إقتصرت على إعلان اليابان منح قرض لصندوق النقد الدولي مقداره 100 مليار دولار وذلك من أجل مساعدة البلدان النامية التي تواجه مصاعب إقتصادية بسبب الأزمة الحالية.

وقامت مجموعة العشرين في قمة واشنطن بإتخاذ حزمة من الإجراءات شملت 50 مجالاً مختلفاً نذكر منها ما يلي:²

-تنظيم ومراقبة نشاط الأسواق المالية والعاملين فيها والمنتجات التي تتداولها مثل المشتقات المالية؛

-تعزيز مكافحة الساحات المالية التي لا تبدي تعاوناً مع المجموعة الدولية؛

-تكثيف تبادل المعلومات حول الأسواق والساحات المالية وتوفير المزيد من الشفافية في نظام مراقبة عمل الشركات؛

-إلتزام المجموعات بدراسة قضية وكالات تقدير الجدارة الائتمانية؛

-عقد القمة القادمة في الثاني من أبريل 2009 للتأكد من أن القرارات والمبادئ التي إعتمدت وجدت طريقها للتنفيذ ؛

-تنسيق عمليات تنشيط الإقتصاد العالمي؛

-تحسين القواعد المنظمة لعمل الأسواق المالية ؛

-فتح المؤسسات الإقتصادية بوجه البلدان الصاعدة والبلدان السائرة في طريق النمو ؛

-رفض الإتجاهات الحمائية والدعوة إلى تسريع المفاوضات الجارية في منطقة التجارة العالمية ؛

-وضع قواعد لتنظيم عمل صناديق التحوط الإستثمارية والتي كانت تعتمد المضاربة في نشاطاتها الإستثمارية ؛

-توسيع دائرة تمثيل بلدان الجنوب في مؤسسات صندوق النقد الدولي ؛

-كما أشار البيان الختامي لقمة واشنطن بإعطاء أهمية كبرى لتعزيز التنسيق الدولي عبر إنشاء مجموعة مراقبة يتشكل

أعضائها من الأجهزة التنظيمية في كل بلد وذلك من أجل تشديد المراقبة على المؤسسات المالية الكبرى ؛

-تنمية التعاون المشترك لإعادة النمو إلى الإقتصاد الدولي ؛

-إنجاز الإصلاحات الضرورية التي يتطلبها النظام المالي العالمي ؛

-الإطراء على الجهود التي قامت بها الدول لمكافحة تداعيات الأزمة المالية العالمية قبل إنعقاد قمة العشرين بواشنطن؛

-التأكد من أن تكون مبادئ إقتصاد السوق هي الفيصل في إصلاح النظام المالي العالمي ؛

-إن الدول المتقدمة تصر على تحميل الدول النامية جزءاً من الأسباب الرئيسية التي أوجدت الأزمة العالمية وذلك بسبب

ضعف السياسات الإقتصادية الكلية التي تتخذها الدول النامية غير الممثلة في قمة العشرين ؛

-التأكيد على أهمية دور صندوق النقد والبنك الدوليين في مساعدة الدول المحتاجة إلى أموال مع ضرورة الإشراف الدولي

على أليات هذه المؤسسات ومساعدتها بالمصادر المالية اللازمة لتمكينها من القيام بمسؤولياتها على أحسن وجه ؛

¹ Nkere Ntanda Nkingi, « La crise financière internationale de 2008 et ses conséquences », ed l'harmattan; paris, 2009, p91.

² علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص-ص 164-166.

- ومن ضمن الإجراءات التي تم إتخاذها في القمة خطة عمل تتضمن بصورة خاصة توصيات حول قواعد محاسبة رؤساء المؤسسات المالية ومكافأهم المالية والقواعد الخاصة بوكالات التصنيف الائتماني وصناديق المضاربة ؛
- التأكيد على دور المؤسسات المالية الوطنية في مواجهة الأزمة المالية العالمية ومراقبة الأسواق المالية وإعطاء دور قوي للمؤسسات الدولية في الإشراف عليها وتوجيهها ؛
- تعزيز مبادئ الشفافية والمسؤولية عند المؤسسات والشركات المالية وذلك من أجل تجنب الأزمات والمخاطر المالية؛
- تعزيز التعاون الدولي من خلال التنسيق بين المؤسسات الوطنية لكل دولة وجميع الأسواق المالية العالمية على أساس قواعد محددة يتم صياغتها ؛
- تعزيز الرقابة على أسواق المشتقات المالية والحد من مخاطرها ؛
- لم تلتزم دول قمة العشرين بتنسيق موحد لتخفيض أسعار الفائدة أو إلزام بعض الدول برفع سعر صرف أو الإنفاق على المشروعات العامة وذلك من أجل الحد من الركود الإقتصادي وتركت القمة إلى كل دولة لكي تتصرف على حدى.
- ✓ **قمة مجموعة العشرين (لندن):** إجتمعت مجموعة الدول العشرين في لندن يوم 02 أبريل 2009 ، وسبق تحضير هذه القمة مناقشات واسعة تمحورت حول اتجاهين¹ :
- إتجاه انكلوساسكوبي دعت إليه الولايات المتحدة بدعم من إنجلترا البلد المضيف، والذي يطالب بتقوية البرامج التحفيزية والإنعاشية بهدف الزيادة في الطلب (الاستهلاك والاستثمار) والخروج من ركود الاقتصاد العالمي، حتى لو تمخض عن هذه القرارات إرتفاع مديونية الدول وعجز موازاتها.
- إتجاه ثاني أوروبي دعت إليه كلا من فرنسا وألمانيا، ويولي الإهتمام إلى إحداث أدوات الضبط والمراقبة للمركبات المالية المهيكلية والبنوك وصناديق المضاربة ومواقع المملذات الضريبية، يرى هذا الإتجاه أن الإفراط في الإنفاق يؤدي إلى إرتفاع مستويات المديونية وعجز موازاتها، مما يساعد على انتشار التضخم وظهور اختلالات اقتصادية من نوع جديد.
- بالإضافة إلى ذلك فقد شارك كل من صندوق النقد والبنك الدوليين في الأعمال التحضيرية لهذا الإجتماع وأوضحت ضرورة تزويدها بالموارد الضرورية لمساعدة البلدان النامية وخاصة الفقيرة والتي تأثرت بشدة بفعل الركود العالمي، كما نادى منظمة التجارة العالمية بضرورة التخلي عن كل الأدوات الحماية والعمل من أجل إنجاح مفاوضات الدوحة.
- وكانت نتائج اللقاء هي الإستجابة للتوجهين السابقين ألا وهما: الإهتمام بالتحفيز والضبط، كما تمخض عنه الزيادة في تدخل المؤسسات التمويلية خاصة صندوق النقد الدولي.
- ✓ **قمة مجموعة العشرين (بيتسبرغ):** إنعقد إجتماع قادة الدول العشرين للمرة الثالثة في بيتسبرغ (24-25 سبتمبر 2009) في خضم مرحلة إنتقالية حرجة من الأزمة إلى التعافي الإقتصادي وهذا بعد اجتماعهم في أبريل، حيث واجه الاقتصاد العالمي تقلص الإنتاج العالمي وتراجعت التجارة وارتفعت البطالة وبهذا كان الاقتصاد العالمي على حافة الكساد.

¹فتح الله ولعلو، "نحن والأزمة الاقتصادية"، المركز النقابي الغربي، الطبعة الأولى، المغرب، 2009، ص170.

وإتفقت البلدان العشرين على القيام بكل ما يلزم لضمان الإنتعاش واصلاح الأنظمة المالية والحفاظ على التدفق العالمي لرؤوس أموال، ولقد أقر البيان أنه رغم كل التدابير المتخذة فلا تزال عملية الإصلاح والتعافي غير مكتملة في كثير من البلدان كما لا تزال معدلات البطالة مرتفعة.

وبالنظر لهذه النتائج فقد تعهد قادة الدول في هذا الإجتماع على الإستمرار في تطبيق الخطط التحفيزية لتأمين التعافي مع تجنب الإنسحاب من تقديم هذه الحوافز، بل التخطيط المشترك والمنسق لكيفية وقف العمل بتلك الخطط. فقد وضح البيان التقدم الكبير الذي أحرزته السياسات المتبعة من قبل، حيث أدت الإصلاحات الشاملة إلى معالجة الأسباب الجذرية للأزمة وإلى إحراز تقدم كبير في تعزيز الرقابة الإحترازية وتحسين إدارة المخاطر وتعزيز الشفافية والتعاون الدولي، مع توسيع نطاق التنظيم والرقابة فيما يخص المشتقات وأسواق الأوراق المالية ووكالات التصنيف الائتماني وصناديق التحوط، كما سمحت التزاماتهم الخاصة برفع الأموال المتاحة لصندوق النقد الدولي بوقف انتشار الأزمة إلى الأسواق المالية.¹

✓ **قمة مجموعة العشرين تورنتو (بكندا):** إجتمع قادة الدول العشرين في كندا للمرة الرابعة (26-27 جوان 2010) حيث إتفق الأعضاء على مجموعة من الخطوات بهدف ضمان العودة الكاملة لمستويات النمو والوظائف والتوصل إلى نمو عالمي متوازن قوي ومستدام، وذكروا أن التنسيق الجاري على الصعيد العالمي غير مسبق في مواجهة الأزمات بالإضافة إلى المحفزات الجبائية والمالية، فقد أدت زيادة الموارد المخصصة للمؤسسات المالية الدولية على استقرار ومعالجة آثار الأزمة على الفئات الأكثر ضعفا في العالم وأضافوا أنه لا تزال هناك تحديات كبيرة تواجه الدول وأن التعافي هش وغير متساو، وأن تعزيز التعافي هو الحل وهذا عن طريق متابعة خطط التحفيز القائمة واستكمال الإصلاحات في المؤسسات المالية الدولية.

وبهدف تحقيق نمو قوي ومستدام يتوجب تعزيز النظم المالية ضد المخاطر وبذلك يستوجب تعزيز الطلب العالمي وتعزيز الموارد المالية العامة وجعل الأنظمة المالية أكثر قوة وشفافية.²

ومن الأولويات التي ركزت عليها القمة:³

- تقليص العجز الحكومي حيث تمت دعوة البلدان المتقدمة التي تعاني من عجز إلى زيادة مدخراتها الوطنية، مع المحافظة على فتح الأسواق وتعزيز القدرة التنافسية للصادرات ؛
- وجوب تنفيذ التدابير على المستوى الوطني والتي يجب أن تتناسب وفق ظروف كل بلد ؛
- أمان إصلاح القطاع المالي فيتوجب بناء نظم أكثر مرونة والتي تخدم إحتياجات اقتصاديات الدول ؛
- أما فرض الضريبة الخاصة بالقطاع المصرفي والتي دعا إليها الأوروبيون (فرنسا، بريطانيا وألمانيا) فقد ترك القرار لكل دولة.

¹ هجيه بوكروخ، "الأزمة المالية والإقتصادية العالمية دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007-2010)", أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010-2011، ص-152-153.

² نفس المرجع السابق، ص153.

³ نفس المرجع السابق، ص154.

الفرع الرابع: القمم الأوروبية الآسيوية

جاء إنعقاد القمة الأوروبية الآسيوية قمةً بـكين، في الوقت الذي أشارت فيه التقارير الإقتصادية إلى بداية تأثر آسيا بالأزمة، وهو ما دفع دول آسيا إلى مراجعة توقعاتها حول معدل نمو إقتصادياتها. وقد تم عقد قمة منتدى آسيا - أوروبا محادثات آسيم في أكتوبر 2008 بمشاركة قادة 45 دولة ومنظمة لمناقشة سبل تجاوز الأزمة ومعالجة آثارها السلبية على مختلف إقتصاديات الدول الأعضاء بالمنتدى، والإتفاق على مبادئ إعادة هيكلة النظام المالي العالمي وقد ضمت قمة آسيم عدة أعضاء جدد أبرزهم الهند وباكستان. وبهذا إجتمعت هذه القمة تحت مبدأ التعاون والثقة بين القارتين، وطالبت بإجراء إصلاحات شاملة في النظام المالي العالمي، وكذلك في النظام الإقتصادي العالمي بمؤسساته ومنظماته وإعادة هيكلة تلك المنظمات وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.¹

المطلب الثالث: دور المؤسسات النقدية والمالية الدولية في مواجهة الأزمة المالية العالمية

سنتطرق إلى أهم جهود صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية.

الفرع الأول: تدخل صندوق النقد الدولي

دفعت الأزمة المالية العالمية صندوق النقد الدولي إلى التدخل بقوة بمستويات غير معهودة، محاولاً التصدي للتحديات التي أثارها الأزمة على مستوى السياسات المتضررة وغيرها من البلدان المعرضة للخطر، وقد تدخل الصندوق للحد من تكاليف الأزمة حرصاً على تشجيع إتخاذ إجراءات عاجلة وإقامة الحوار فيما بين الدول الأعضاء وتقديم التمويل والمشورة على صعيد السياسات.

وتعهد صندوق النقد الدولي بمستويات غير مسبقة من إلتزامات الإقراض خلال سنة 2009، فوافق على قروض بلغت قيمتها 65.8 مليار وحدة من حقوق السحب الخاصة إلى 15 بلداً عضواً كما وافق الصندوق على تقديم قروض أو على زيادات في الموارد المتاحة لإتفاقيات قائمة مع 26 بلد بلغت في مجموعها 1.1 مليار حقوق سحب خاصة من خلال تسهيلات للإقراض والتي تقدم التمويل للبلدان منخفضة الدخل بسعر فائدة مدعم.

وبناء على هذه المعطيات فإنه لم يسبق له الموافقة على مثل هذه المبالغ في مثل هذه الفترة الزمنية القصيرة.²

الفرع الثاني: تدخل البنك الدولي:

بلغت مساعدات البنك الدولي مستويات قياسية خلال هذه الأزمة، حيث ركزت هذه المساعدات على الحفاظ على الإستثمارات في البنية الأساسية على المدى الطويل، وعلى إمكانية إستمرار تحقيق النمو الإقتصادي وخلق فرص العمل التي يتصدرها القطاع الخاص، فخلال الفترة الممتدة بين جويلية 2008 وجانفي 2010، قدم البنك الدولي 89 مليار دولار أمريكي دعماً للبلدان النامية ومتوسطة الدخل ويشمل ذلك³:

¹ نفس المرجع السابق، ص 148.

² مكافحة الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، 2009، ص 25.

³ بحجة بوكروخ، مرجع سبق ذكره، ص -ص 154-155.

-مبلغ 56.1 مليار دولار مقدمة من طرف البنك الدولي للإنشاء والتعمير كموارد مالية ومساعدات إلى البلدان المتوسطة الدخل حيث يعيش 70 % من فقراء العالم.

-مبلغ 18.3 مليار دولار على شكل إرتباطات من المؤسسة الدولية للتنمية التي تقدم قروضا بدون فوائد ومنحاً لأشد بلدان العالم فقراً عددها 79 بلداً.

-مبلغ 15.15 مليار دولار من مؤسسة التمويل الدولية المعنية بتنمية القطاع الخاص، كما أطلقت مجموعة من المبادرات للتصدي لهذه الأزمة، منها صندوق بمبلغ 3 مليار دولار لدعم البنوك وبرنامج توفير السيولة للتجارة العالمية بمبلغ 5 مليار دولار، وبرنامج تسهيلات التصدي لأزمة البنية الأساسية بمبلغ 2.4 مليار دولار.

-مبلغ 1.9 مليار دولار في شكل ضمانات من الوكالة الدولية لضمان الاستثمار، وهي فرع من البنك الدولي المعني بالتأمين ضد المخاطر السياسية.

وخلاصة القول فقد إنعكست هذه التدابير الإستثنائية إيجاباً على الإقتصاد العالمي وأدت إلى ظهور بوادر التعافي والإنتعاش الإقتصادي.

المبحث الرابع: محاولة تشخيص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من منظور إسلامي

بناءً على التشخيص الذي يقدمه النظام الإسلامي للأزمة والعوامل التي يعتبرها سبب إنفجارها يقدم حلولاً لعلاج هذه الأزمة، ويبيّن قواعد يقوم عليها النظام المالي والإقتصادي الإسلامي من أجل ضمان الأمن والاستقرار.

المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من منظور إسلامي

ترجع الأزمة من وجهة النظر الإسلامية إلى تعاملات وممارسات محرمة شرعاً وذلك من خلال ما يلي:¹

1- التعامل بالفائدة الربوية: لقد إرتبطت الأزمة بصورة أساسية بسعر الفائدة الذي يسمى في الشرع بالربا وهو محرم.

وإجماع المسلمين فإن فوائد القروض ربا محرمة شرعاً وهي من أشد الجرائم التي نهى الله عنها ووعد مرتكبيها بعقاب عظيم²، حيث قال تعالى ﴿لَا يَأْتِيهَا الْبُكُورُ أَهْلًا وَلَا الْيَتَامَىٰ وَالْمَسْكِينُ وَرَبُّكَ غَفُورٌ رَحِيمٌ﴾ ﴿٢٠٦﴾ ﴿لَا تَأْكُلْ أَمْوَالَكُم مِّن بَيْنِكُمْ أَسْوَأَ مِمَّا تَأْكُلُونَ مِمَّا دُونَ ذَلِكَ كَبُورًا لِّمَا كُنْتُمْ تَفْعَلُونَ﴾ ﴿٢٠٧﴾ ﴿لَا تَأْكُلْ أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِغَيْرِ حَقٍّ ذُرِّيَّةً سَوِيَّةً كَذَلِكَ تُطْفَلُونَ﴾³.

2- الرهن العقاري: ويتمثل في التعاقد بين ثلاثة أطراف بين مالك العقار ومشتري وممول (بنك أو شركة تمويل عقاري)، يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءاً من الثمن ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة وإعتباره قرضاً في ذمة المشتري مقابل رهن العقار للممول، ويسدد القرض على أقساط طويلة الأجل (ما بين 15-30 سنة) بفائدة تبدأ عادة بسيطة في السنتين الأوليتين ثم تتزايد بعد ذلك ويسجل العقار بإسم المشتري ويصبح مالكة له حق التصرف فيه.

ويعد الرهن العقاري السبب الرئيسي للأزمة ذلك أن البنوك الأمريكية توسعت في الإقراض دون التأكد من السلامة الائتمانية للمقترضين خاصة مع إرتفاع أسعار الفائدة الممنوحة، مما خلق طلباً متزايداً على العقارات إلى أن تشبع السوق و إنخفضت أسعار العقارات و عجز المقترضون عن السداد ، و كانت البنوك قد باعت تلك القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بها سندات و طرحتها للإكتتاب العام و بالتالي تراكم الديون العقارية.

من المنظور الإسلامي إن التعامل بهذا الأسلوب غير جائز شرعاً وذلك حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 6/1/52 المنعقد في مارس 1999 على إعتبار أن تعامل البنوك العقارية والإسكانية بالإقراض بفائدة هي طريقة محرمة شرعاً والتعامل فيها من الربا⁴،

¹ كمال رزق، عبد السلام عقون، "التمويل الإسلامي كبديل لإدارة الأزمة المالية الراهنة"، الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي وبديل البنوك الإسلامية"، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، يومي 6-7 أبريل 2009، ص4.

² عودة مراد رايق رشيد، "أسباب الأزمة الإقتصادية القريبة والبعيدة رؤية إسلامية"، المؤتمر الدولي الحادي عشر حول "الأزمات الإقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعلاجها"، جامعة جرش، الأردن، يومي 14-16 ديسمبر 2010، ص19.

³ سورة البقرة، الآية 278-279.

⁴ محمد الحليم عمر، "قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية"، ورقة بحث مقدمة إلى ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الإقتصاديات العربية"، مركز صالح عبد الله للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، يوم 11 أكتوبر 2008، ص4.

وهو ما يوضحه القرآن الكريم: ﴿كُلُّهُنَّ رِبَا لَا يُقُومُونَ إِلَّا كَمَا يُقُومُ الْآتِي بِتَخَبُّطِهِ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكُ بِأَنَّهُمُ الْوَالُو إِتْمَاعٌ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ هُوَ عِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَاَنْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرٌ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ¹.

3- إعادة بيع أو رهن العقار: حيث يقوم المشتري ببيع العقار المرهون أو رهنه مقابل قرض جديد بفائدة وهو ما تسبب في حدوث أزمة مالية أدت إلى توقف المقرضين عن السداد وتراكم حجم الديون العقارية، من المنظور الإسلامي لهذه المسألة هي باطلة شرعا باعتبارها تنطوي على قرض جديد بفائدة ربوية والربا محرم شرعا، وثانيهما أن الفقه الإسلامي أكد على أنه لو رهن الشخص الشيء المرهون بدين آخر دون إذن المرتهن لا يصح.²

4- بيع الدين بالدين: وهي عملية تحويل الدين إلى سيولة (أي تسهيل الدين) من خلال تحويله إلى سندات متداولة تباع وتشترى وتسمى هذه العملية بالتوريق (تحويل الديون إلى سندات قابلة للتداول).³

كان من أهم تبعات بيع الدين هي غياب المسؤولية عن المؤسسات المالية المقرضة فالبنك أو المؤسسة التمويلية تقدم القروض العقارية لتقوم بتحويلها إلى مؤسسات متخصصة في التوريق التي تقوم بتجميعها وتحويلها إلى سندات وبيعها لبنوك الإستثمار التي تقوم بدورها بإعادة توريقها ثم بيعها إلى المستثمرين حول العالم، ونظرا إلى أن المقرض بهذه الطريقة يتخلص من مخاطر القرض وهذا ما شجع البنوك على التوسع في الإقراض بشكل غير مدروس خاصة لمنخفضي الملاءة المالية، فلا يجوز في الشريعة الإسلامية بيع الدين النقدي بنقد لأنه ربا.⁴

5- الفساد: يعتمد الإقتصاد الرأسمالي على مبدأ الغاية تبرر الوسيلة دون مراعاة أي ضوابط أخلاقية ومن بين أدوات الفساد ونجد الظلم والسرقة، مما ساهم في حدوث الأزمة المالية وقد إنتشر الفساد بين طائفة المسؤولين التنفيذيين الذين كانوا يشغلون وظائف الإدارة العليا في الأنظمة المصرفية سواء في الولايات المتحدة أو خارجها، وغياب الآليات الفعالة للرقابة عليهم مما جعلهم يتساهلون في منح القروض الإئتمانية بمبالغ كبيرة دون توفر معايير الأمان الدولية. بالمقابل يعتمد الإسلام على مبدأ الغاية المشروعة تبرر الوسيلة المشروعة لذلك يعمل الإسلام على محاربة جميع أشكال الفساد وذلك من خلال:⁵

¹ سورة البقرة، الآية 275.

² مفتاح صالح، معاري فريدة، "قراءة في الأزمة المالية العالمية: رؤية شرعية إسلامية"، الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكمة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص11.

³ محمد سامر القصار، "الأزمة المالية العالمية دلائل إقتصادية على سطوع المنظومة الإسلامية من بين أنقاض الرأسمالية"، دار الفكر، الطبعة الثانية، دمشق، 2009، ص-ص22-23.

⁴ موسى مبارك خالد، "صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص تحليل إستراتيجي مالي، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2012، ص-ص97-98.

⁵ ناصر مراد، "أثار الأزمة الإقتصادية الراهنة- حالة الجزائر -"، المؤتمر الدولي الحادي عشر "الأزمة الإقتصادية المعاصرة أسبابها تداعياتها وعلاجها"، جامعة جرش، الأردن، يومي 14-16 ديسمبر 2010، ص6.

- منع مفسدات العرض: الإسراف، التبذير.

- منع مفسدات الطلب: الخمر، القتل.

- منع مفسدات التبادل: السرقة، الرشوة، الغش، الإحتكار، القمار.

6- القمار والغرر: فإن معظم عمليات البورصة تقوم على الغرر من خلال المضاربة والرهان على الأسعار وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى تقويم الأسهم بأكثر أو أقل من قيمتها الحقيقية، بالإضافة إلى قضية الإستلام والتسليم فلا البائع يسلم ما باع ولا المشتري يستلم ما إشتري ومعظم الحالات مراهنات على الربح من خلال العقود الأجلة والمستقبلية التي لا تسليم فيها ولا إستلام، بمعنى أن هناك إقتصاد وهمي بعيد عن الإقتصاد الحقيقي بعكس ما هو متبع في النظام الإسلامي القائم على الهدى النبوي الذي ينهى عن بيع ما لا يملك، وكذلك المشتقات التي هي عبارة عن عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات إستثمارية والتي تعتبر بحق سلاح الدمار المالي وتقوم على الإتجاه في المخاطر وتحقيق ربح لطرف على حساب خسائر مقابله للطرف الاخر.¹

7- جدولة الديون: تقوم المعاملات مع المدينين المتعثرين على نظام الجدولة الذي يعني تمديد أجال التسديد مع الرفع من سعر الفائدة وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترض الذي عجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة الأصلي وهو محرم شرعاً² قال تعالى: ﴿وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرٍ فَنُظِّقْ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ﴾³.

المطلب الثاني: علاج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من منظور إسلامي

يقدم النظام الإسلامي حلولاً لعلاج هذه الأزمة و تجاوزها نذكر منها:⁴

1- تحريم التعاملات الربوية: عيبارها سبباً في عجز العائلات عن تسديد أقساط الديون العقارية، ولقد جاءت التوجيهات القرآنية الكريمة والأحاديث النبوية الشريفة للنهي عن ذلك، قال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذُورُوا مَا بَعَثَ مِنَ الرَّبِّ بِإِنْ كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ لَمَّا تَفْعَلُوا ذُنُوبًا بِحَبِّ مِنَ اللَّهِ وَسُوْلِهِ وَإِنْ تَبْتِمْ فَلَكُمْ نُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تَظْلَمُونَ﴾⁵.

¹ منير سليمان الحكيم، زين سالم العطيات، "دور مؤسسات البنية التحتية الداعمة للجهاز المصرفي الإسلامي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من أثارها"، المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال -التحديات-الفرص-الأفاق-"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص-ص 12-13.

² كمال رزق، عبد السلام عقون، "سياسات إدارة الأزمات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 265.

³ سورة البقرة، الآية 280.

⁴ كمال رزق، عبد السلام عقون، "سياسات إدارة الأزمات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 267.

⁵ سورة البقرة، الآية 278-279.

2- تحريم التعامل بالمشنقات المالية: المشنقات المالية عبارة عن عقود بيع موضوعها ليس سلعة أو سهم أو سند ولكن ترتب حقا أو إلتزاما بدفع أحد طرفيها للآخر الفرق في أسعار سلعة أو سهم بين وقت التعاقد ووقت التصفية، وبالتالي فهي نوع من المقامرة، وذلك محرم شرعا لما تنطوي عليه من ربا وغرر وعدم وجود مال معقود عليه.¹

3- تبني الأخلاق الإسلامية في المعاملات المالية: فالنظام المالي والإقتصادي الإسلامي يقوم على منظومة من القيم والمثل والأخلاق مثل الأمانة والمصداقية والشفافية والتعاون، ولا شك أن هذه المنظومة من القيم والضمانات تحقق الأمن والإستقرار لكل المتعاملين وفي نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية والإقتصادية التي تقوم على الغش، الكذب والتدليس والغرر، الغبن، التزوير والإحتكار.²

4- تعديل أسلوب التمويل العقاري: ليكون بإحدى الصيغ الإسلامية ومنها أسلوب المشاركة التأجيرية، والطرق المشروعة التي تتعامل بها المؤسسات المالية الإسلامية شراء مؤسسة التمويل العقاري وبيعه مراححة، وكذا إبرام عقد إستصناع.

5- ضبط عملية التوريق: لكون الأصول العينية وليس للديون وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإجارة والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المراححة والسلم والإستصناع، وتتوسع يوماً بعد يوم وتتعامل بها بعض الدول الغربية.³

6- تدخل الدولة في الإقتصاد: يجب تفعيل دور الدولة في الرقابة على المعاملات والأسواق، لمنع كافة صور وأشكال أكل أموال الناس بالباطل، ويكون ذلك عن طريق:⁴

* ضخ السيولة في الإقتصاد لمقابلة سحب ودائع المودعين، وتوفير التمويل اللازم للدورة الإنتاجية؛

* فرض الرقابة على معاملات البنوك والتعاملات في الأسواق المالية، بتفعيل رقابة البنوك المركزية على البنوك التجارية؛

* فرض سياسة ضريبية عادلة تفرض على القادرين، وتساهم في تحريك النشاط الإقتصادي؛

* إنشاء نظام متكامل للمعلومات، يسهر على تطبيقه أصحاب الخبرة والأخلاق.

7- نشر ثقافة الإقتصاد الإسلامي لدى القطاع الخاص: يجب أن يوكل للقطاع الخاص دورا ممثالا في إدارتها، بإعتبار أن له دور في حدوثها، والقطاع الخاص يتكون من ثلاثة فئات وتمثل فيما يلي:⁵

المستثمر: يجب أن يلتزم بالضوابط الشرعية في الإستثمار، وذلك بعدم الإستثمار في المجالات الربوية، الإلتزام بتسعير الدولة للسلع الضرورية، إستيفاء الموازين، خفض معدل الهامش، إعتداد البيع بالتقسيط بعيدا عن الربا .

¹ مصطفي إسماعيل أردوان، "الأزمة المالية المعاصرة من منظور إسلامي"، المؤتمر الدولي الحادي عشر حول "الأزمات الإقتصادية المعاصرة أسبابها تداعياتها وعلاجها"، جامعة جرش، الأردن، يومي 14-16 ديسمبر 2010، ص-ص 10-11.

² نفس المرجع السابق، ص-ص 11-12.

³ كمال رزق، عبد السلام عقون، "سياسات إدارة الأزمات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص-ص 267-268.

⁴ نفس المرجع السابق، ص-ص 268.

⁵ نفس المرجع السابق، ص-ص 269.

المستهلك: الأزمة الحالية إنطلقت من قطاع المستهلكين وهم من أكثر المتضررين منها، وعليه يجب الإلتزام بالضوابط الشرعية في الإستهلاك، وذلك بعدم شراء السلع بالدين إلا عند الضرورة، وتجنب التبذير، وشراء السلع التي يتناسب سعرها مع الدخل.

المدخر: للمدخر كذلك دور في إدارة الأزمة في الفكر الإقتصادي الإسلامي، وذلك عن طريق أداء الزكاة، إستثمار أمواله في المجالات المشروعة، التيسير على المدين المعسر، التعامل بالقرض الحسن بدلا من القرض الربوي.

المطلب الثالث: ضوابط الإقتصاد الإسلامي و البدائل المقدمة لعلاج الأزمة

يقوم النظام المالي الإسلامي ومؤسساته المالية على مجموعة من القواعد التي تحقق له الأمن والإستقرار وتقليل المخاطر وذلك بالمقارنة مع النظم الوضعية التي تقوم على نظام الفائدة والمشتقات المالية ومن أهم هذه القواعد ما يلي:¹
يقوم النظام المالي الإسلامي على منظومة من القيم والأخلاق مثل الأمانة والشفافية والبينة والتيسير والتعاون والتضامن، فلا إقتصاد إسلامي بدون أخلاق، وتعتبر هذه المنظومة من الضمانات التي تحقق الأمن والاستقرار لكافة المتعاملين، وفي نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية والإقتصادية التي تقوم على الكذب والمقامرة والغر والإحتكار والإستغلال والجشع والظلم وأكل أموال الناس بالباطل .

يقوم النظام المالي الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات، ويحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب والأولويات الإسلامية وتحقيق المنافع المشروعة، هذا يقلل من حدة أي أزمة فلا يوجد فريق رابح دائما وفريق خاسر دائما، بل المشاركة في الربح والخسارة.

حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية والتي تقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة ولقد كَيَّفَ فقهاء الإقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهي عنها شرعا .

لقد حرم الإسلام كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين مثل: خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد كما حرمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة، ولقد نهي رسول الله عن (بيع الدين بالدين).²

يقوم النظام المالي والإقتصادي الإسلامي على مبدأ التيسير على المقترض الذي لا يستطيع سداد الدين لأسباب قهريّة³، يقول الله تبارك وتعالى: ﴿وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرٍ فَظَنَّ إِلَىٰ مَيْمَنَةٍ وَأَنْ نَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ﴾⁴.

¹ فريد كورتل، "الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة فرص الإستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها"، المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال-التحديات-الفرض-الافاق"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص-ص26-27.

² محمود الوادي، إبراهيم خريس، "دور الإقتصاد الإسلامي في الحد من الأزمات الإقتصادية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال-التحديات-الفرض-الافاق"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص6.

³ نفس المرجع السابق، ص6.

⁴ سورة البقرة، الآية 280.

المعاملات الإسلامية قائمة على التبادل الحقيقي للسلع والمنافع فلا تجيز الشريعة الإسلامية الربا ولا بيع ما لا يملك إلا بضوابط دقيقة كما في بيع السلم، حيث يجري تسليم الثمن بالكامل مع تأجيل الثمن وهنا تقل المخاطر التي تتعرض لها المعاملة، كما تمنع بالإجماع البيع مع تأجيل الثمن والمثمن والذي يجري في عقود المشتقات ولا تبيح بيع الدين على غير المدين إلا وفق شروط دقيقة تمنع الربا والجهالة والغرر، ومن هذا الباب حرم علماء الشريعة التعامل في السندات والمشتقات بجميع أنواعها.¹

¹ زابري بلقاسم، مهدي ميلود، "موقف الإقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص 11.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال تحليلنا للأزمة المالية العالمية والتعمق في مسبباتها تبين أن إرهابات الأزمة وجذورها بدأت على إثر فقاعة الأنترنت عام 2000 وأحداث 11 سبتمبر 2001 عندما بدأت حالة من الركود الإقتصادي تلقي بضلالها على الإقتصاد الأمريكي، وهو ما دفع بالبنك الفدرالي الأمريكي إلى تخفيض معدلات الفائدة لتشجيع الإقتراض بهدف إنعاش الإقتصاد الأمريكي، وترتب عن ذلك تشكل الفقاعة في قطاع العقارات التي انفجرت بمجرد رفع معدلات الفائدة وعجز العائلات عن تسديد إلتزاماتها إلى جانب غياب الشفافية في التعامل بالمشتقات المالية وفي تصنيفها وإنعدام العدالة في توزيع الثروة بين أفراد المجتمع والأزمة لم تقتصر على الأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية بل إمتدت وإنتقلت عدواها إلى الأسواق المالية الآسيوية وغيرها.

ولم تتوقف تأثيرات هذه الأزمة على النظام المالي فقط بل تعدته إلى الإقتصاد الحقيقي وما ترتب عنه من تراجع في معدلات النمو، تعرض عدد كبير من المؤسسات المالية والشركات للإفلاس، تفاقم البطالة وإرتفاع مستوى الفقر. ونظرا لخطورة هذه الأزمة وضعت برامج وخطط إنقاذ عالمية من طرف الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية والمؤسسات الدولية للتصدي لمخاطر هذه الأزمة و تداعياتها، إلا أن الواقع أثبت أنها مجرد مسكنات فقط وفي المقابل ظهر النظام المالي الإسلامي كبديل حقيقي للتخفيف من حدة هذه الأزمات نظرا لصموده أمام كل الأزمات السابقة ومواجهة تداعياتها .

والأسواق المالية العربية ليست بمنأى عن تداعيات الأزمة المالية العالمية نظرا لتعاملاتها مع الولايات المتحدة الأمريكية وهذا ما سنفصله في الفصل الموالي.

الفصل الثالث

دراسة حالة الأسواق المالية العربية
(سوق عمان المالي) وتأثيرها بالأزمة

المالية العالمية لسنة 2008

تمهيد الفصل الثالث:

بالرغم من أن الأسواق المالية العربية يضفي عليها الطابع المحلي إلا أنها شديدة الحساسية إتجاه الأحداث الإقتصادية أو السياسية الخارجية، ففي ظل العولمة ومع إتساع دائرة إندماج الإقتصاديات العربية مع الأسواق المالية العالمية تجعل هذه الإقتصاديات غير بعيدة عن الأحداث العالمية، ولا يمكن لها أن تتفادى تقلبات الأسواق العالمية وإنعكاسات صدماتها السلبية.

فقد شهدت هذه الأسواق خلال سنة 2008 تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية، حيث أنه وبعد التحسن النسبي في أدائها خلال سنة 2007 وفي بداية سنة 2008 عادت مؤشرات هذه الأسواق إلى الهبوط مع تفاقم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

وسوف نتطرق من خلال هذا الفصل إلى التعريف بسوق عمان المالي كأحد أهم الأسواق المالية العربية وعرض لأدائه خلال الفترة 2003-2014 مع الإشارة إلى تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على أدائه بالإعتماد على مجموعة من المعلومات والبيانات.

ومن خلال تناولنا لهذا الفصل سوف نتطرق إلى:

المبحث الأول: الأسواق المالية العربية والأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

المبحث الثاني: بطاقة تعريفية بسوق عمان المالي.

المبحث الثالث: دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

المبحث الأول: الأسواق المالية العربية و الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية التي لم تركز في الغالب على الإستثمارات في الأوراق المالية، وبشكل منظم حتى بداية التسعينات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين قد شهد إنتشارا واسعا للأسواق المالية في كافة الدول.

وتختلف الأثار التي إنعكست على الدول العربية جراء الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من دولة إلى أخرى، نظرا لإختلاف الهيكل الإقتصادي لكل دولة ومدى إنفتاحها على العالم الخارجي.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية وعوامل إنشائها

شهدت السنوات الأخيرة إهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في البلدان العربية ولهذا سنتطرق إلى كيفية إنشائها والعوامل التي ساهمت في ذلك.

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية

إن إنشاء أسواق الأوراق المالية بالدول العربية كان نابعا من الظروف الإقتصادية التي ميزتها وحتمت عليها تبني هذا النهج والسير فيه خاصة الجانب المالي الذي لطالما وقف عاجزا أمام تحديات الإقتصاد الحديث، حيث قامت أغلب الدول العربية بتطبيق برامج تخصيص واسعة النطاق أوجدتها ظروفها الإقتصادية المتردية من ثقل حجم مديونياتها الداخلية والخارجية، عجز قطاعها العام عن أداء دوره في إحداث تنمية إقتصادية، الأمر الذي دفع بكل السلطات في الدول العربية إلى السعي لإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية ومحاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادرة على أداء دورها.¹ فلم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدين لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان الذين تم تأسيسهما بين العامين 1899 و 1920، وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب ثم تونس سنة 1969 على إقامة بورصة للأوراق المالية تطورا لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما.

وشهد النصف الثاني من القرن الماضي وتحديدًا في سنة 1977 إفتتاح بورصة للأوراق المالية في كل من الكويت والأردن، ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالية عام 1978، وقبل أن ينتهي عقد ثمانينات القرن الماضي قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988، كما قامت سلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989، وتلا ذلك في بداية تسعينات القرن الماضي إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع العام 1995 الذي شهد أيضا إفتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاما، وقد شهد عام 1996 إفتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقا لأسس قانونية حديثة.² إلا أن عقد التسعينات وهو العقد الأخير من القرن العشرين قد شهد تطورات هامة بإتجاه إنشاء بورصات جديدة، حيث تم ذلك في كل من السودان وقطر وفلسطين والجزائر عام 1999، ودولة الإمارات العربية المتحدة عام

¹ حسان خبابة، "دور أسواق الأوراق المالية بادول العربية في التنمية الإقتصادية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 6، فيفري 2004، ص-ص 6-7.

² أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص 263.

2000 وهناك دراسات جادة لإنشاء بورصة دمشق وبورصة صنعاء التي إنتهت دراسات كل منهما¹ وتم إنشاء بورصة دمشق في 2006 وبورصة صنعاء.

الفرع الثاني: عوامل إنشاء الأسواق المالية العربية

لقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير أسواق رأس المال نتيجة للعوامل التالية:²

1- فشل سياسات الإستدانة والإقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي، وهذا التوجه إلى الخارج كان نتيجة السياسة المالية في الستينات والسبعينيات، والتي اعتمدت بشكل رئيسي على الضرائب لزيادة الواردات هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتماشي سياسة الإنفاق على المشاريع والبنية التحتية مع الإمكانيات الإقتصادية، وقد نتج عن ذلك الإخفاق تبني سياسات تهدف إلى تشجيع الإدخارات المحلية الخاصة وذلك من خلال توجيهها نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها.

2- التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية؛ والذي رافقه إزدياد الإهتمام والوعي بالعلاقات الإقتصادية والنقدية، وهذا ما لفت إنتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها، وذلك في ظل نجاح بعض النماذج التي إرتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها والتي أظهرت في تحقيق بعض الدول نتائج إيجابية.

3- إرتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا، وما تطلب ذلك من الإعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة.³

4- تعاظم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبتروال الخام والذي صاحبه إرتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الإفتتاح على الإقتصاد العالمي.

5- توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبإنشاء الشركات المساهمة.⁴

المطلب الثاني: سلبيات ومعوقات الأسواق المالية العربية

تعاني الأسواق المالية العربية من تفاوت في مستويات التطور والنمو، وتعود أسباب ذلك إلى حداثة نشأة معظم هذه الأسواق أو التطورات التاريخية التي تشهدها، وقد تضافرت جملة من العوامل حالت دون قيام الأسواق المالية العربية بمهامها المأمولة الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه الأسواق.

1- ضآلة عرض الأدوات الإستثمارية: من أهم الشروط الضرورية لإنشاء سوق رأس مال نشطة توافر عرض مناسب من الأوراق المالية والإصدارات الجديدة بشكل منتظم، حيث يلاحظ أن الأسواق المالية العربية تتسم بضيق نطاقها

¹ عبد المطلب عبد الحميد، "السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة"، مجموعة النبل العربية، الطبعة الأولى، 2003، ص227.

² أنطوان الناشف، مرجع سبق ذكره، ص-ص266-267.

³ هوشيار معروف، "الإستثمار والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر، عمان، 2003، ص299.

⁴ نفس المرجع السابق، ص299.

ونقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويبرز ذلك جليا في سيطرة الأسهم والسندات على التعامل في هذه الأسواق، ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها ما يلي:¹

أ- سيادة النمط العائلي لشركات المساهمة في العديد من أسواق المال العربية: مما يترتب على وجود هذا النمط من الشركات، إحتفاظ مؤسسيها بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الإكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لها عند الزيادة في رأس المال، وهذا ما يحرم السوق من أهم سلعة وتجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيقة للغاية.

ب- بدائية توزيع الإكتتاب: فما زال أسلوب التنوع قائما أساسا على الإتصال الشخصي المباشر، بسبب الإفتقاد إلى وجود المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الإكتتاب.

ج- ضآلة فرص الإستثمار المحلية: في بعض الدول العربية المصدرة لرأس المال بشكل عام، بسبب ضيق وعدم إستيعاب السوق المحلية أو ضيق منافذ الإستثمار المحلي بالمقارنة بالأموال المحلية المتوافرة.

د- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي: لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة وذلك لتمويل العجز في الموازنة العامة، يضاف إلى ذلك النمط المؤسسي لتملك هذه السندات من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد حال دون تداولها في السوق.²

2- إنخفاض الطلب على الأوراق المالية: ويرجع إنخفاض طلب المستثمرين على الأوراق المالية إلى عدة عوامل منها:³

- عدم توفر الوعي الإستثماري وذلك بسبب وعدم وجود وسائل إعلام متخصصة تقوم بتوضيح المفاهيم الصحيحة للإستثمار في البورصة.

- تفضيل الإستثمار في المجالات قصيرة الأجل وضعف الثقة في التعامل في سوق الأوراق المالية.

- تضارب القوانين والقرارات ذات الصلة بسوق الأوراق المالية من حيث كثرة القوانين وسرعة تغييرها.

3- معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية: تواجه الأسواق المالية العربية معوقات تنظيمية وتشريعية وأخرى تتعلق بهيكلها السوقي، الأمر الذي يحول دون تطورها وتتمثل أهم تلك المعوقات في:⁴

- عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية، والتي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط، على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

- كثرة إصدار القرارات وتعدد القوانين ذات العلاقة دون إنسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى اعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها.

¹ أنطوان الناشف، مرجع سبق ذكره، ص-ص 253-254.

² صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لعام 2000، ص 182.

³ مفتاح صالح، بوعبد الله علي، "واقع الإستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية"، أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013، ص 76.

⁴ مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، العدد 07، 2009-2010، ص 189.

- غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يجب وليس كما تريد هي وتحتاج.

- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وإفتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج وضمن الاكتتاب.

- عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق، وفرض بعضها لقيود على الإستثمار الأجنبي، إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، وهو ما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية

العربية تتمثل في:¹

- قصور التشريعات الإقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية، أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات إستثمارية معيناًسهم عادية وسندات.

- إفتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصریحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.

- وجود بعض القواعد والنظم الخاصة بالإدراج والتداول في كل بورصة عربية لا تتلائم مع مثيلاتها في البورصات الأخرى.

أما المعوقات الهيكلية فتتمثل فيما يلي:²

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الإقتصادية كرافد إستثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني .

- عدم إستفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

- قصور دور شركات الوساطة على الأسواق المحلية.

- تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية.

- عدم توافر المعلومات المجمعّة عن البورصات العربية ومحدودية الأجهزة التي تقوم بتجميعها وتوزيعها.

4- التقلبات الشديدة في الأسعار: تتسم البورصات العربية بشدة التقلبات في حركة الأسعار بإعتبار أسواقا ناشئة، حيث تعتمد هذه الأسواق على التمويل من مصادر خارجية ممثلة في القروض وإصدار مزيد من الأسهم مع إعتداد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية، مما يشير

¹ نفس المرجع السابق، ص 190.

² صلاح الدين السيسي، "فضايا إقتصادية معاصرة الأسواق المالية"، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998، ص-ص 216-217.

المخاوف لدى المستثمرين ويعرضهم لخسائر مرتفعة، لذا فإن العديد من البورصات العربية وضعت هامشا مسموحا به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة للحد من هذه التقلبات في الأسعار.¹

5- إرتفاع درجة تركيز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وهذا الأمر يعكس درجة جودة الأوراق المالية المتداولة، وهذا المؤشر يشير إلى أن كافة البورصات العربية تعاني من إرتفاع درجة تركيز التداول ويتلخص السبب الأول في إحتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة، والسبب الثاني هو إنخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لاسيما أسهم شركات قطاع الأعمال العام.

ويشير مؤشر درجة التركيز للعشر شركات الأكثر تداولاً في الأسواق العربية، إلى أن درجة التركيز في الأردن تصل إلى 72% ومصر 28.7% والمغرب 76.4% والسعودية 77.3% وفي بورصة مسقط 45% والكويت 54.5% ويلاحظ أن التركيز العالي في سوق الأسهم غير مرغوب فيه لأنه يؤثر عكسيا على سيولة السوق، ولقياس درجة تركيز السوق تحتسب عادة مساهمة رصمة السوق بحساب العشرة أسهم الأكبر في التداول.²

6- ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تتسم جميع البورصات العربية شأئها في ذلك شأن البورصات الصغيرة بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر في تنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الإستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والإتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول.

ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبح تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل: قطاع المطاحن وقطاع الأسمت ومع ذلك تلعب الشائعات دورا بارزا حيث يتركز التعامل على سهمين أو ثلاثة في البورصة.³

7- قصور أنظمة الإفصاح المالي: تعاني أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من ضعف الإفصاح وعدم الشفافية الكاملة للمعلومات المالية المتعلقة، وقلة الإطارات المتخصصة من المحللين الماليين إضافة إلى قصور الإعلام والصحافة، كما أن التقارير المالية للشركات تظل بعيدة عن الجودة المطلوبة وتقتصر غالبا على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، وعدم توفر بيانات عن نتائج أعمال الشركات لفترات قصيرة والإكتفاء بعمليات نشر سوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لإتخاذ قراراتهم الإستثمارية.⁴

¹ أشرف محمد دواية، "نحو سوق مالية عربية"، بحث مقدم لمؤتمر "التجارة العربية البنينة والتكامل الإقتصادي العربي" المنعقد تحت رعاية المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الجامعة الأردنية، عمان، 20-22 سبتمبر 2004، ص 21.

² عبد المطلب عبد الحميد، "السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة"، مرجع سبق ذكره، ص-ص 231-232.

³ رشام كهينة، "واقع وافاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الإقتصادي العربي"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الإقتصادية، فرع إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص 136.

⁴ محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 138.

8- ضآلة حجم السوق: تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء.. وبإستثناء مصر، فإن متوسط عدد الشركات المدرجة في كل سوق لا يتجاوز 75 شركة، ويعتبر هذا العدد منخفضاً بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة والناشئة؛ ذلك أن متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة يصل إلى 330 شركة، ويصل في الأسواق المتقدمة إلى 740 شركة . كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وإنخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الحجم النسبي لها إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ثلاث مجموعات: الأولى تضم كل من سوق الكويت والبحرين وقطر والأردن وتزيد نسبة القيمة السوقية اللتين ترتفع فيهما نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100%، أما المجموعة الثانية فتتمثل في الأسواق التي تزيد قيمتها السوقية عن 50% وتضم الأسواق في السعودية والإمارات، أما المجموعة الثالثة فتضم الأسواق في كل من مصر وسلطنة عمان والمغرب وتونس ولبنان والسودان والجزائر والتي تقل فيها نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50%¹.

المطلب الثالث: سبل تطوير الأسواق المالية العربية

إن تطوير الأسواق المالية العربية وذلك من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق درجة عالية من الإستقرار التشريعي، التنظيمي والإداري وبالتالي مواكبة التقنيات المستخدمة في الأسواق المالية العالمية وحتى يتحقق أداء أحسن في البورصات العربية يجب توفر جملة من الشروط أبرزها:²

- * خلق بيئة إقتصادية، سياسية وإجتماعية وثقافية لحشد المدخرات.
- * تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية.
- * دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.
- * ترقية الإفصاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية ومعاينة الشركات عن تقصيرها في هذا الجانب.
- * توسيع إستخدام شبكة الأنترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي، بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محليا ودوليا في المجال الإقتصادي والمالي.
- * توسيع التعاون بين البورصات العربية والعمل على الإستفادة من الهيئات الإقليمية والدولية فيما يتعلق بالدعم الفني والمادي.

¹ وصاب عتيقة، عاشور سهام، "مكانة الأسواق المالية في الإقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-"، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص6.

² سامي مباركي، "الأسواق المالية كأداة لتمويل الإقتصاد -دراسة تجرية الأسواق المالية العربية-"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-"، جامعة بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص15.

- * فتح البورصات العربية للتوظيفات البنينة من خلال تسهيل تداول القيم بين البلدان العربية لإستيعاب الأموال الضخمة التي تتوفر عليها هذه الدول.
 - * الإنفتاح المحلي والمدروس على رؤوس الأموال الأجنبية لتفادي الأموال الساخنة أو المضاربة البحتة ولتفادي تسرب رؤوس الأموال المحلية.
 - * التعجيل بعمليات خصخصة المؤسسات العمومية التي تشكل عبئا ثقيلا على حكومات الدول العربية وجعل الفرد العربي مساهما فعالا في الإقتصاد.
 - * إن وجود بورصات في هذه الدول تكون على قدر عال من الكفاءة من شأنه أن يساهم في إمتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف بإقتصاد الظل.
 - * تحديث الأسواق المالية عن طريق بناء مؤسسات وساطة مالية أكثر حداثة وقدرة في التمويل لاسيما أن معظم الأقطار تتجه نحو الخصخصة لمؤسساتها العامة، وهو ما يستدعي وجود سوق للأوراق المالية يسهل عملية بيع وتداول الأصول المحولة للقطاع الخاص، فضلا عن تعبئة الإدخارات اللازمة لقيام مشروعات خاصة.¹
- المطلب الرابع: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية وإجراءات مواجهتها**
- إنتقلت تداعيات الأزمة المالية والإقتصادية العالمية إلى الدول العربية متأثرة سلبا بالركود العالمي، ولذلك سارعت كغيرها من الدول لمواجهتها.

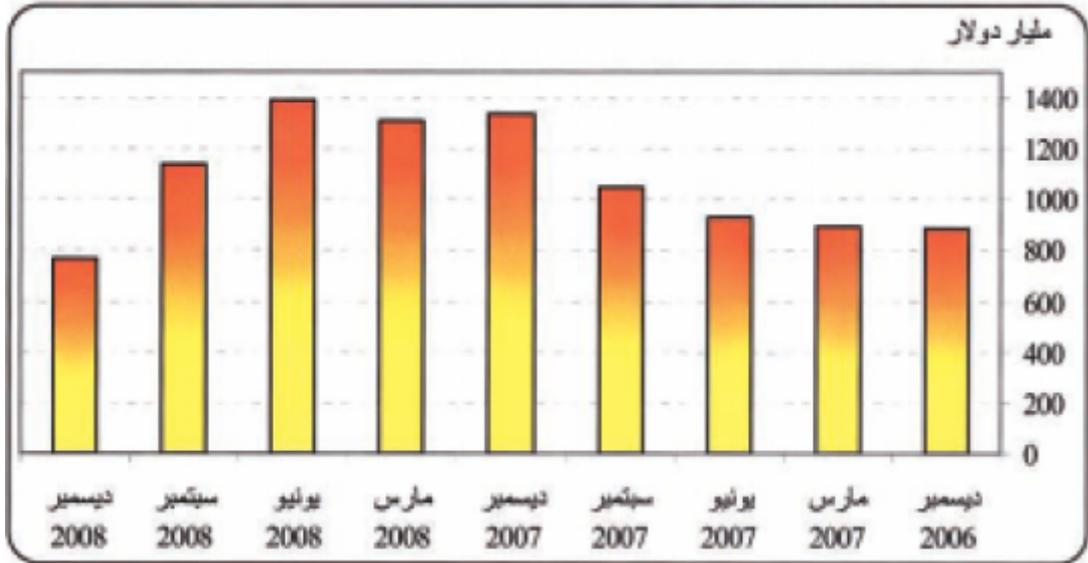
الفرع الأول: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية

لقد بدأت الإنعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية تظهر منذ منتصف عام 2008، وبذلك فإن التحسن في الأداء الذي كانت تشهده هذه الأسواق لم يستمر في ضوء تداعيات هذه الأزمة حيث تماوت الأسواق المالية العربية أسوة بمثيلاتها العالمية وهبطت إلى مستويات لم تشهدها منذ سنوات وكما يبين الشكل رقم (12) هبط إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق إلى نحو 770 مليار دولار بنهاية عام 2008، حيث خسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار خلال العام ككل بعدما كانت إرتفعت القيمة السوقية بنحو 78 مليار خلال النصف الأول من العام.²

¹ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية-مؤسسات-أوراق-بورصات-"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص318.

² إبراهيم عاكوم، "أسواق الأوراق المالية العربية: إنعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية"، الدائرة الإقتصادية والفنية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 09، 2009، ص11.

الشكل رقم (12): تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية جراء أزمة الأزمة المالية العالمية



المصدر: إبراهيم عاكوم، "أسواق الأوراق المالية العربية: إنعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية"، الدائرة الإقتصادية والفنية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 09، 2009، ص 11.

وانخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بما نسبته 49.9% ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008، مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية عام 2007 أما مقارنة مع الربع الثالث من عام 2008 فلقد إنخفض المؤشر بنحو 34.2%.

وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق لقد إنخفضت مؤشرات الأسواق العربية خلال عام 2008، بإستثناء بورصة الأوراق المالية بتونس، فلقد تفاوتت نسب الإنخفاض بشكل كبير من نحو 65% في سوق دبي إلى نحو 3,8% في بورصة الجزائر، وإنخفض مؤشر سوق الأسهم السعودي بنحو 59,2% وبورصتي القاهرة و الإسكندرية 50,9% بنحو و سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنحو 44,6% وسوق الكويت بنحو 40,3% وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 22,2% وبورصة القيم المنقولة بادر البيضاء بنحو 19%¹.

ويوضح الجدول الموالي نسب التغيير في مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية.

¹ محمد الهاشمي حجاجي، مرجع سبق ذكره، ص-ص 141-142.

الجدول رقم (06): مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية خلال سنة 2008

| البورصة | المؤشر كما في 2007/12/31 | المؤشر كما في 2008/12/31 | نسبة التغير % |
|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|---------------|
| سوق دبي المالي | 5931.95 | 1636.29 | - 72.42 |
| سوق الأسهم السعودي | 11175.96 | 4802.99 | - 57.02 |
| البورصة المصرية | 10549.74 | 4596.49 | - 56.43 |
| سوق أبوظبي للأوراق المالية | 4551.80 | 2390.01 | - 47.49 |
| سوق مسقط للأوراق المالية | 9035.48 | 5441.12 | - 39.78 |
| سوق الكويت للأوراق المالية | 12558.90 | 7782.60 | - 38.03 |
| سوق البحرين للأوراق المالية | 2755.27 | 1804.07 | - 34.52 |
| سوق الدوحة للأوراق المالية | 9580.45 | 6886.12 | - 28.12 |
| بورصة بيروت | 129.20 | 102.4 | - 20.74 |
| بورصة عمان | 7519.00 | 6243.14 | - 16.97 |
| سوق فلسطين للأوراق المالية | 527.26 | 441.66 | - 16.23 |
| سوق الخرطوم للأوراق المالية | 2962.10 | 2552.27 | - 13.84 |
| بورصة الدار البيضاء | 12694.97 | 10984.29 | - 13.48 |
| بورصة الأوراق المالية بتونس | 2614.00 | 2892.40 | 10.65 |
| بورصة العراق للأوراق المالية | 34.59 | 58.36 | 68.72 |

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي 2008 ، ص 12

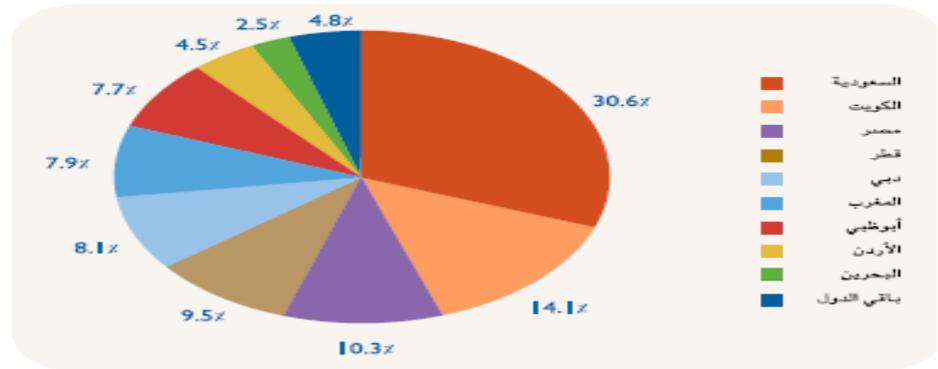
بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد عرفت تراجعاً كبيراً خلال عام 2008 وبدرجات متفاوتة

بحسب تأثير كل دولة بالأزمة المالية، ويمكن تلخيص أحجام أسواق الأوراق المالية في المؤشرات التالية:¹

أ- القيمة السوقية: سجلت القيم السوقية للأسواق الرئيسية إنخفاضاً خلال عام 2008 ، فعلى سبيل المثال إنخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52.5 % لتبلغ حوالي 246.54 مليار دولار، وانخفضت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54.3 %، وسوق الكويت بنحو 41.8 %، وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 43.2 % ، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38.1 %.

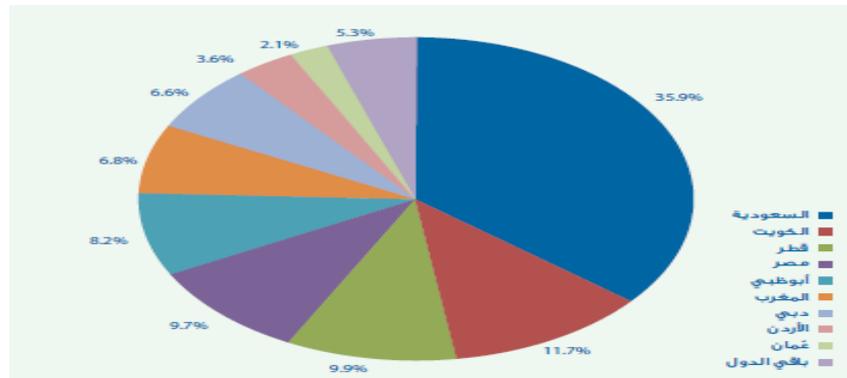
¹ تقرير صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد السادس والخمسون، 2008، ص-ص 7-9.

الشكل رقم (13): توزيع القيمة السوقية للبورصات العربية بنهاية عام 2008.



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان، 2008، ص17.

الشكل رقم (14): توزيع القيمة السوقية للبورصات العربية بنهاية 2009.



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان، 2009، ص18.

ب- عدد الشركات المدرجة: بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد انخفض في نهاية عام 2008 ليلبلغ 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية عام 2007 .

الجدول رقم (07): ملخص عدد الشركات المنخفضة المرتفعة خلال سنة 2008

| عدد الشركات المتداولة | عدد الشركات المرتفعة | عدد الشركات المنخفضة | عدد الشركات المستقرة | |
|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------|
| 36 | 26 | 10 | 0 | فلسطين |
| 110 | 4 | 106 | 0 | السعودية |
| 193 | 23 | 170 | 0 | الكويت |
| 47 | 14 | 33 | 0 | دبي |
| 63 | 16 | 45 | 0 | أبوظبي |
| 40 | 5 | 35 | 0 | الدوحة |
| 114 | 49 | 63 | 2 | مسقط |
| 41 | 12 | 27 | 2 | البحرين |
| 232 | 55 | 176 | 1 | الأردن |

المصدر: عويضة أحمد، ملخص أداء بعض أسواق المال العربية خلال العام 2008 ، مجلة سوق المال الفلسطيني، جانفي 2009 ، ص 728.

ج- حجم التداول (قيمة الأسهم المتداولة): فيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية العربية، بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 حوالي 997.87 مليار دولار أمريكي، مسجلة نسبة انخفاض بلغت نحو 9.9% مقارنة مع قيمة تداولات عام 2007 وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ثلاثة أسواق فقط وهي سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، وسوق الإمارات ما نسبته 80.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، منها 52.4% حصة سوق الأسهم السعودي وحده.

د- عدد الأسهم المتداولة: وفيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد إنخفض خلال عام 2008 بنسبة 5.9% ليلعب نحو 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداولهم خلال عام 2007، وشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية، الكويت والإمارات ما نسبته 87,5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، وبلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وحدها نحو 26,6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية، تلاه سوق دبي المالي بنحو 25,2% وسوق الأسهم السعودي بنحو 19,4% وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنحو 16,4%.

ويزداد حجم تأثر الدول الخليجية بالأزمة نتيجة لإرتفاع حجم الإستثمارات والأموال الموظفة في البنوك والمصارف وأسواق المال الأمريكية،¹ ولأنها تتسم بأنظمة مالية وتجارية منفتحة وذات إنكشاف عال على الأسواق المالية العالمية، فإن إرتباطها الوثيق بكل من النظام المالي العالمي وبالأسواق العالمية للسلع وفي مقدمتها النفط والغاز والبتروكيمياويات كانت القنوات الرئيسية لإمتداد الأزمة العالمية إلى إقتصاداتها.²

الفرع الثاني: إجراءات الدول العربية في مواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

إتبعَت الدول العربية العديد من التدابير لدعم الثقة والحيلولة دون وقوع أزمات حادة، شملت إستخدام تدابير نظام التأمين الشامل على الودائع في كل من الكويت والإمارات العربية المتحدة، وتوفير السيولة وضخ رؤوس الأموال في البنوك في قطر والمملكة العربية المتحدة.

وبالنسبة للسياسة النقدية جاء رد الفعل ملائماً من البنوك المركزية في جميع بلدان المنطقة، حيث بادرت بتوفير السيولة وتخفيض الإحتياطات الإلزامية وأسعار الفائدة (مصر والأردن، الكويت، المملكة العربية السعودية والإمارات العربية).

وإلى جانب ذلك عملت النفقات الحكومية في كثير من البلدان على سد الفراغ الذي خلفه إنكماش أنشطة القطاع الخاص (الكويت، ليبيا، عمان، قطر والمملكة العربية السعودية).

¹ مصطفى حسني مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 18.

² صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2008، الفصل العاشر، ص 206.

أما على الصعيد النقدي، فقد اتخذت البنوك المركزية العديد من الإجراءات فقامت بتخفيض الإحتياطات الإلزامية وأسعار الفائدة، وضح السيولة في النظم المصرفية التي تضررت من انخفاض مستويات التمويل وضعف الميزانيات العمومية¹.

وعموماً يمكن تلخيص الإجراءات المالية المتخذة من دول مجلس التعاون الخليجي ضمن الجدول التالي:

الجدول رقم(08): إجراءات دول الخليج لمواجهة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

| الدولة | الإجراءات المتخذة |
|----------|--|
| الكويت | - خفض نسبة الفائدة 1,5 %. - خفض الأجل 1,5 %. - ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق. |
| الإمارات | - قروض قصيرة الأجل بقيمة 136 مليار دولار. - إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي من أجلها 14 يوم. |
| قطر | - شراء ما بين 10-20 % من رأسمال البنوك المدرجة. - شراء أسهم محلية لدعم الأسعار. |
| السعودية | - طرح خيار للبنوك بإقتراض 75 % من الأوراق الحكومية. - خفض نسبة الفائدة 5 % و خفض معدل الإحتياطي الإلزامي. |
| البحرين | - عدم إتخاذ أي إجراءات لسلامة الأوضاع البنكية. |

المصدر: تامر عبد العزيز، "إجراءات دول الخليج في مواجهة أزمة المال" يومية الجريدة، العدد 462، الصادرة بتاريخ 16 نوفمبر 2008، ص 27.

¹الأزمة والتعافي، افاق الإقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2009، ص 92.

المبحث الثاني: بطاقة تعريفية بسوق عمان المالي

تعتبر بورصة عمان سوق مالي متقدم و متميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الإقليمي، ومرتقيا إلى أحدث المعايير تشريعيا في مجال الأسواق المالية، مما يوفر بيئة جذابة للإستثمار إلى جانب البنية التقنية المتطورة التي تضاهي مثيلاتها في الأسواق المتقدمة.

المطلب الأول مدخل إلى سوق عمان المالي

يعتبر السوق المالي في عمان من أهم الأسواق المالية العربية ومن خلال هذا المطلب سنحاول التعرف عليه من خلال مراحل التطور التاريخي له إضافة إلى رسالته، رؤيته والأهداف والتي يسعى إلى تحقيقها والهيكل التنظيمي.

الفرع الأول: إنشاء السوق المالي في الأردن

بدأ إنشاء شركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بإسم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء السوق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الإكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي منذ 1930 كأول شركة مساهمة في عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية وذلك عام 1938، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951 كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعى الحكومة إلى التفكير جديا بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية بناء على قوى العرض والطلب .

وقد دعت خطط التنمية الإقتصادية المتعاقبة لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976 بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الإقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال شركات المساهمة العامة وتوزيع مساهماته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرز إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالا إقتضى التطور الإقتصادي تغطيتها وتلبيتها ودعما له وبعثا لمزيد من النشاط الإقتصادي .

وكمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم 13 لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي، وقد تم تشكيل وإنشاء لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16-03-1977، وبأشرت اللجنة مهمتها من ذلك التاريخ كما باشر السوق أعماله بتاريخ 01-01-1978 .

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته وسهولته بما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية ، وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطا طويلا ومرحلا فقد إرتفع حجم التداول في السوق الثانوية من 9,7 مليون دينار عام 1978 ليصل إلى 3 مليار دينار في عام 2013 التداول في السوق الثانوية، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي 18,2 مليار دينار مقارنة مع حوالي 286 مليون دينار في نهاية 1978، كما إرتفع عدد الشركات المدرجة من 66 شركة عام 1978 إلى 240 شركة عام 2013.¹

الفرع الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شامل لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك لتعزيز نمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الإقتصاد الأردني وسعيا للإرتقاء بالمعايير الدولية في مجال تنظيم الأسواق المالية، وتمثل أهم ملامح التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال وإستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاضي الإلكترونية وإزالة كافة معوقات الإستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال، وصولا إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والإفتتاح على العالم الخارجي.

وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات، حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني، حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقا للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية.²

وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:³

✓ هيئة الأوراق المالية.

✓ بورصة عمان/سوق الأوراق المالية.

✓ مركز إيداع الأوراق المالية.

1- هيئة الأوراق المالية: هي هيئة ترتبط برئيس الوزراء مباشرة كما أنها تتمتع بالإستقلال المالي والإداري عن دوائر الدولة، والهدف من إنشاء هذه الهيئة هو توفير المناخ المناسب لضمان سلامة التعامل في الأوراق المالية، وتنظيم سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال بالإضافة إلى حماية المستثمرين في السوق من الغش والخداع.

وللهيئة مجلس يسمى مجلس المفوضين والذي يتكون من خمسة أعضاء طبيعيين ومتخصصين ومن بينهم الرئيس ونائب الرئيس.

¹ <http://www.ase.com.jo/ar/node/844> ، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.

² <http://www.ase.com.jo/ar/node/844#1> ، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.

³ رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، النعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص84.

ويتولى المجلس الصلاحيات التالية:¹

- إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية؛
- وضع التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة أي تعليمات أو قرارات لتنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بمقتضاها وتعديلها وإلغائها؛
- الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز وطلب إجراء التعديلات عليها؛
- النظر في التعديلات على القرارات الصادرة عن البورصة وإصدار القرارات بشأنها؛
- تحديد العمولات التي تقاضتها شركة الخدمات المالية وأعضاء المركز من عملائهم بحدودها العليا والدنيا والموافقة على الرسوم والعمولات التي تتقاضاها البورصة؛
- الموافقة على تسجيل صناديق الإستثمار؛
- منح التراخيص التي تمنح بموجب أحكام القانون؛
- منع إصدار أو تداول أي أوراق مالية في البورصة إذا رأى ذلك ضروريا.

3- بورصة عمان: تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يجدها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاد، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال، وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية².

تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة، ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان إلتزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الإتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في إتحاد البورصات العربية، وإتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، وإلتحاد الدولي للبورصات.³

¹ نفس المرجع السابق، ص 84.

² <http://ase.com.jo/ar>، تم الإطلاع عليه في 2015-03-31.

³ <http://www.ase.com.jo/ar/node/844#1>، تم الإطلاع عليه في 2015-03-31.

- 2- مركز إيداع الأوراق المالية:** وهو مؤسسة توثيقية أنشئت في 10 ماي 1999 وتتولى مهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة في البورصة، وتعمل على تسوية أثمان تلك الأوراق ما بين الوسطاء الماليين، كما وتهبى هذه المؤسسة المناخ الملائم للإستثمارات المالية، هذا فضلا عن دورها في تخفيض تكلفة الإستثمار وفي رفع كفاءة تسوية الأثمان.¹
- تمر نشاطات مركز إيداع الأوراق المالية بالمراحل الآتية:²
- مرحلة نظام تسجيل الأوراق المالية.
 - مرحلة نظام إيداع الأوراق المالية.
 - مرحلة نظام تسوية أو نقل الملكية.
 - مرحلة نظام تسوية أثمان الأوراق المالية.
 - مرحلة الخدمات المساندة.

الفرع الثالث: الإطار التنظيمي لسوق عمان المالي

ويتمثل الإطار التنظيمي لسوق عمان المالي فيما يلي:³

- 1- الرؤية:** يعتبر سوق عمان مالي متقدم ومتميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الإقليمي العالمي، مرتقيا إلى أحدثا لمعايير العالمية في مجال الأسواق المالية مما يوفر بيئة جاذبة للإستثمار.
- 2- الرسالة:** يقوم سوق عمان المالي بتوفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية يتسم بالعدالة الكفاءة والشفافية وتأمين بيئة قوية آمنة لتداول الأوراق المالية لتعميق الثقة بسوق الأوراق المالية.
- 3- الأهداف:** تهدف البورصة إلى:
 - خلق بيئة إستثمارية جاذبة وأمنة؛
 - تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة؛
 - تطبيق أحدث المعايير العالمية؛
 - نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين بالأوراق المالية؛
 - زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية؛
 - الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.
- 4- النظرة المستقبلية:** تستمر بورصة عمان في العمل على تحقيق مساعيها ومشاريعها التي تهدف إلى التطوير المستمر، من أجل المحافظة على الدور البارز الذي تحتله بورصة عمان بين أسواق المنطقة. حيث ستعمل بورصة عمان على إنجاز ما يلي:
 - تحديث البنية التقنية للبورصة؛

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الإستثمار في البورصة -أسهم- سندات-أوراق مالية-"، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2006، ص202.

² نفس المرجع السابق، ص203.

³ <http://ase.com.jo/ar>، تم الإطلاع عليه في 2015-03-31.

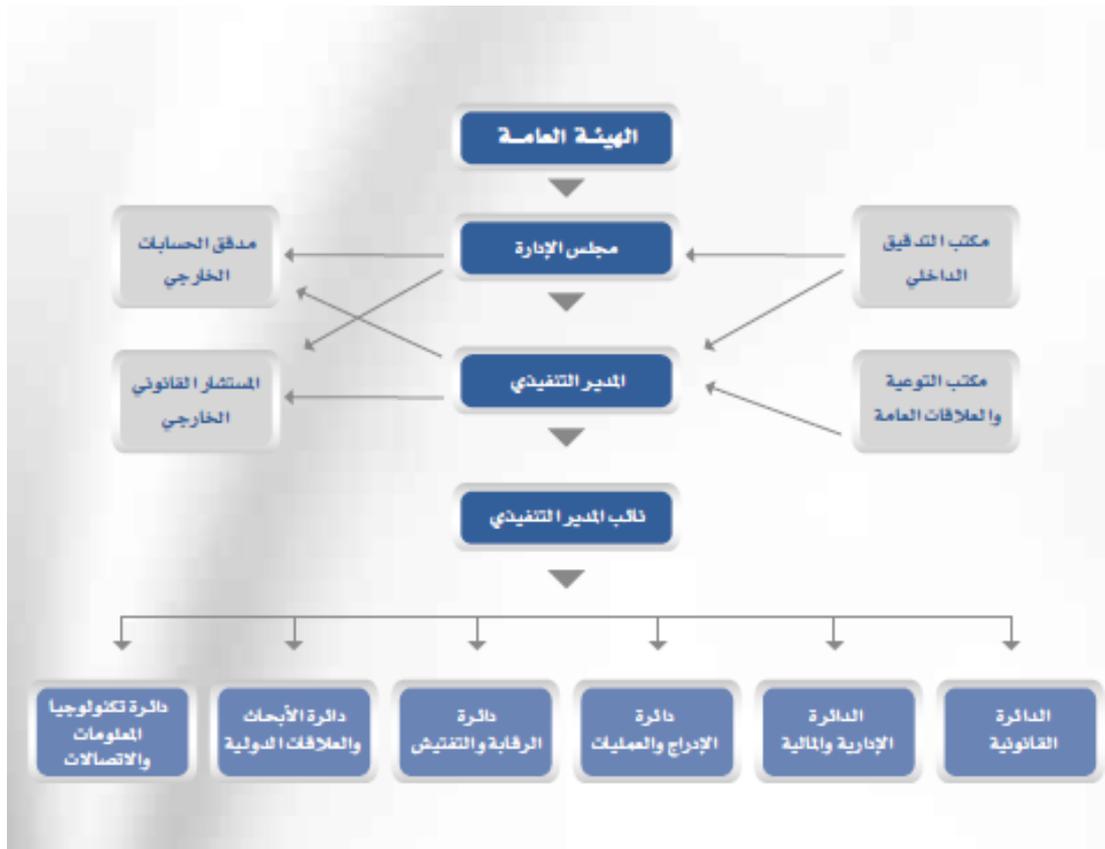
-إحتساب أرقام قياسية جديدة؛

-تبنت بورصة عمان إستراتيجية تسويقية و تثقيفية؛

-إستحداث أدوات مالية جديدة.

5-الهيكل التنظيمي

الشكل رقم(15): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: <http://www.ase.com.jo>

ويتشكل الهيكل التنظيمي في بورصة عمان من العديد من الوحدات المبنية في الشكل رقم (15)، إذ تتكون البورصة من الهيئة العامة التي تتكون من خمسة أعضاء يمثلون جهات متعددة ذات أهداف مرتبطة بالسوق المالي منها الحكومة وممثلون عن هيئة الوسطاء الماليين والمستثمرين أو جمعيات حماية المستثمر وبعض الأكاديميين والخبراء وتنتخب الهيئة من يمثلها في مجلس إدارة السوق.

يتكون مجلس إدارة السوق من كافة القطاعات الإقتصادية المساهمة فيه بأنواعها وكذلك الجهات الحكومية والغير حكومية ذات العلاقة في السوق، وللمجلس الإدارة الصلاحيات في تطبيق التعليمات والتشريعات الخاصة بعمل البورصة. ينتخب المجلس مديرا تنفيذيا للسوق وهو المسؤول عن تنفيذ الخطط والتعليمات الخاصة بالبورصة، ويرتبط بمجلس الإدارة مدقق الحسابات الخارجي الذي يتولى مهمة التدقيق الشكلي لحسابات البورصة وسلامة العمليات المالية ويساهم كذلك في تقييم كفاءة البورصة.

ويرتبط بمجلس الإدارة المستشار القانوني الخارجي وهو مسئول عن تقديم الإستشارة القانونية لمجلس الإدارة عن كل ما يتعلق من مشاكل والتي تظهر جراء عمليات تداول الأوراق المالية في السوق المالي. أما المدير التنفيذي فهو المسؤول عن تطبيق جميع قرارات البورصة وينتخب المدير التنفيذي نائبا له أو أكثر من نائب، حسب حجم السوق وطبيعة الأعمال والأنشطة ويقوم بمساعدة المدير التنفيذي بإدارة الدوائر المتخصصة المسؤولة عن تنفيذ أنشطة البورصة.

ويرتبط بالمدير التنفيذي قسم التدقيق الداخلي الذي يكون مسئولا عن تدقيق كافة الأنشطة المحاسبية والمالية، ويقوم كذلك بقياس كفاءة أداء العاملين بالسوق وله صلاحية الإطلاع على كافة القرارات والتعليمات وطرق تنفيذها من قبل القائمين في السوق.¹

وبالتالي فالهيكل التنظيمي للبورصة يتكون من:²

أ- مجلس الإدارة.

ب- المدير التنفيذي.

ج- نائب المدير التنفيذي.

د- رؤساء الدوائر ورؤساء الأقسام والموظفين.

ويتكون التنظيم الإداري للبورصة من الدوائر التالية:³

أ- دائرة الإدراج و العمليات: تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

1- تحضير المتطلبات والوثائق اللازمة للإنضمام لعضوية البورصة والتأكد من الإلتزام الدائم للأعضاء بالتشريعات المعمول بها.

2- دراسة طلبات الإدراج المقدمة للبورصة.

3- متابعة تطبيق تعليمات الإدراج المعمول بها على الجهات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في البورصة.

4- إدارة جلسات التداول والإشراف عليها ومراقبة العمليات المنفذة خلالها، وفحص أنظمة التداول وإقتراح الحلول المناسبة لمشاكل التداول، وإعداد النشرات والتقارير المتعلقة بالتداول والتأكد من وصولها للجهات المعنية وتدريب مستخدمي نظام التداول.

ب- دائرة الرقابة والتفتيش: تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

1- الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة للتأكد من انسجامها مع التشريعات المعمول بها.

2 - التفتيش على أعضاء البورصة ومعاملاتهم وسجلاتهم للتأكد من توافقها مع التشريعات الصادرة عن البورصة.

3- التأكد من التزام أعضاء البورصة بمعايير الملاءة المالية وفقا للتعليمات الصادرة بهذا الخصوص.

¹ دريد كامل ال شيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص-ص 61-62.

² المادة 3، أحكام المادة (65/ج) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

³ المادة 4، أحكام المادة (65/ج) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

4- استقبال شكاوى المستثمرين ودراساتها.

ج- **الدائرة القانونية:** تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

1- تقديم الإستشارات القانونية لجميع الدوائر بخصوص المراسلات الصادرة عن دوائر البورصة والواردة إليها.

2- مراجعة جميع العقود والاتفاقيات التي يتم إبرامها من قبل البورصة.

3- المشاركة في إعداد الأنظمة والتعليمات الخاصة بالبورصة.

4- تنفيذ قرارات المحاكم الصادرة بخصوص الأوراق المالية.

5- متابعة أي قضايا مرفوعة من قبل البورصة أو عليها والتنسيق مع المستشار القانوني الخارجي للبورصة بهذا الشأن.

د- **دائرة الأبحاث والعلاقات الدولية:** تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

1- إجراء الدراسات والأبحاث الإقتصادية والمالية وجمع المعلومات والوثائق من الدوائر.

2- إعداد النشرات الرسمية والدورية للبورصة واحتساب الأرقام القياسية.

3- الإشراف على قاعدة البيانات ومستخدميها وموقع البورصة على الإنترنت.

4- الإعداد للمؤتمرات والندوات والتسويق وحملات التوعية للجمهور، وتنظيم الزيارات وعلاقات البورصة مع المؤسسات

العربية والإقليمية والدولية ذات العلاقة.

هـ - **دائرة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات:** تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

1- متابعة شؤون أنظمة المعلومات والقيام بضبط وتحديث إجراءات حماية الأنظمة والبرمجيات والأجهزة المستخدمة وصيانتها.

2- متابعة متطلبات الدوائر بخصوص البرمجيات والأجهزة والقيام بالبرمجة والتحليل وتدريب الموظفين.

3- الإشراف على الربط مع برمجيات المؤسسات الأخرى ذات العلاقة.

4- إدارة المشاريع والشبكات.

و- **الدائرة الإدارية والمالية:** تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

1- متابعة شؤون الموظفين وتدريبهم.

2- القيام بالأعمال المالية والمحاسبية وإعداد التقارير المالية.

3- شراء اللوازم التي تحتاجها البورصة والإشراف عليها وتأمينها وعمل الصيانة اللازمة لها.

4- متابعة العلاقات العامة للبورصة.

المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق عمان المالي

يهدف هذا المطلب إلى دراسة الواقع العملي للبورصة من حيث هيكلتها، الأوراق المالية المتداولة فيها، أوقات

وعمليات التداول فيها.

الفرع الأول: هيكل سوق عمان المالي

أ- السوق الأولي: وهو سوق الإصدارات الأولية للشركات التي لم تستوفي شروط الإدراج وتشمل هذه الإصدارات كل من إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، ويتم تسعير هذه الإصدارات من خلال لجنة الإصدارات، وتشير الأرقام في السوق إلى إرتفاع نسبة الإصدارات الأولية بما يعكس نضوج السوق وزيادة ثقة الجمهور به.¹

ويتم إدراج الشركات في السوق الأولي إذا كانت تستوفي الشروط التالية:²

- مضى عام كامل على إدراج الشركة في السوق الثانوية؛
 - أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 100 % من رأس المال المدفوع؛
 - أن تحقق الشركة أرباحا صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال اخر 3 سنوات؛
 - أن لا تقل الأسهم الحرة في الشركة عن:
 - ✓ 5 % إذا كان رأس المال 50 مليون دينار فأكثر؛
 - ✓ 10% إذا كان رأس المال أقل من 50 مليون دينار.
 - أن يكون عدد المساهمين في الشركة 100 مساهم فأكثر؛
 - أن لا يقل عدد أيام تداول الشركة عن 20% من عدد أيام التداول الكلي خلال السنة المالية، وأن يتم التداول ب 10% على الأقل من أسهم الحرة للشركة خلال نفس الفترة.
- ب- السوق الثانوي: تنقسم السوق الثانوية إلى أربعة أسواق فرعية.

1- السوق النظامية: ويتمثل بذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله تنظيم التعامل في قاعة التداول بأسهم الشركات المدرجة في السوق، وتخضع البورصة لإشراف هيئة الأوراق المالية التي ترتبط مباشرة برئيس الوزراء.³

وشروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية في السوق النظامي هي:⁴

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي؛
- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي الطبيعي؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع؛
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة، كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج وكذلك حساباتها الختامية الأخيرة وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة وأن تلتزم بنشر هذه البيانات في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل؛

¹ رسمية أحمد موسى، مرجع سبق ذكره، ص 87.

² ، تم الإطلاع عليه في 2015-03-31 ، <http://www.ase.com.jo/ar/node/810>

³ رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 88.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 88.

- أن يكون قد تم تداول 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازي.
2- السوق الموازي: ويتمثل بذلك الجزء من السوق الذي يشهد التعامل بأسهم شركات لا تلي تماما شروط الإدراج في السوق النظامي، فهي سوق تحضيرية وتمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج في السوق النظامي، وهو بذلك يوفر السيولة اللازمة للشركات.¹

أما عن شروط الإدراج فهي أقل شدة من شروط السوق النظامي وهي كما يلي:²

- أن تكون شركة مساهمة عامة؛
- أن يكون مدفوع 45% من القيمة الإسمية للسهم؛
- أن لا يقل صافي المساهمين عن 40 من رأس المال المدفوع؛
- أن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة الشروع في العمل مدة سنة كاملة؛
- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر في الميزانية العامة للشركة وكذلك الحسابات الختامية وتقرير مدقق الحسابات.

3- سوق السندات: السندات المتداولة في سوق عمان المالي تشتمل على سندات التنمية وإسناد القرض وسندات وأذونات الخزينة ويتراوح عمر تاريخ الإستحقاق لهذه السندات من ثلاثة أشهر إلى عشرة سنوات.
- إن سوق السندات في سوق عمان المالي يعتبر سوقا ضيقا حيث يتراوح حجم التداول بهذه الأدوات المالية من 6 مليون إلى 37 مليون دينار في أحسن الأحوال.

4- التحويلات خارج القاعة: تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة،³ وتتم التعاملات من خلال الدائرة القانونية وعمولات هذا السوق هي أقل من العمولات التي يتم تقاضيها داخل القاعة.⁴

وكل شركة تتقدم بطلب الإدراج عليها أن تقدم الوثائق التالية:⁵

- إستمارة بطلب الإدراج ؛
- نسخة من شهادة تسجيل الشركة لدى السلطات الرسمية المعنية ؛
- كشف بأسماء المساهمين ؛
- كشف بأسماء أعضاء مجلس الإدارة وممتلكاتهم ؛
- نسخة من الحسابات الختامية والميزانية العمومية للشركة وتقرير مدققي الحسابات ؛

¹ نفس المرجع السابق، ص 89.

² نفس المرجع السابق، ص 89.

³ وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص 90.

⁴ رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 89.

⁵ سامر بطرس جلدة، "النقود والبنوك"، دار البداية ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، 2009، ص 125-126.

-نسخة من الصحف التي نشرت الميزانية العمومية للشركات.

الفرع الثاني: الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار وسندات التنمية الحكومية بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة وكذلك إسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة الشركات المساهمة العامة، وبموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 فإن تعريف الأوراق المالية يشمل:¹

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول؛
- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومات أو المؤسسة الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات؛
- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية؛
- الوحدات الإستثمارية الصادرة عن شركات الخدمات المالية؛
- إسناد خيارات المساهمة؛
- العقود انية التسوية والعقود أجله التسوية؛
- عقود خيار الشراء وخيار البيع؛
- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية مالية ويتم إعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

الفرع الثالث: أوقات وعمولات التداول في بورصة عمان

يتم التداول في بورصة عمان بالدينار وتحدد البورصة بعد موافقة الهيئة على أيام التداول سنويا، وكذلك عدد ساعات التداول ووقت الإفتتاح والإغلاق، عن طريق الإشعار الذي تنشره و تبلغ به الأعضاء.

1- أوقات التداول في بورصة عمان

الجدول رقم (09): أوقات التداول في بورصة عمان

| الوقت | الجلسة |
|--------------|---|
| 9:30- 9:35 | مرحلة ما قبل الإفتتاح (إدخال الأوامر و تعديلها و إلغائها) لسوق السندات. |
| 9:35 | مرحلة الإفتتاح لتداول السندات. |
| 9:35- 9:55 | مرحلة التداول المستمر للسندات. |
| 9:30- 10:00 | مرحلة ما قبل الإفتتاح للسوقين الأول و الثاني. |
| 10:00 | مرحلة الإفتتاح لتداول شركات السوقين الأول و الثاني. |
| 10:00- 12:00 | مرحلة التداول المستمر للسوقين الأول و الثاني. |
| 12:00- 12:15 | مرحلة الصفقات لكافة الأسواق. |

المصدر: <http://www.ase.com.jo/ar/node/838>، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.

¹ <http://www.ase.com.jo/ar/node/842>، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.

2- عمولات التداول:

الجدول رقم (10): عمولات التداول

| الورقة المالية | الحد الأدنى للعمولة | الحد الأعلى للعمولة |
|---------------------|--------------------------|--------------------------|
| الأسهم | 5,4 دينار لكل ألف دينار | 7,4 دينار لكل ألف دينار |
| السندات | 0,5 دينار لكل ألف دينار | 0,95 دينار لكل ألف دينار |
| الوحدات الإستثمارية | 2,00 دينار لكل ألف دينار | 2,2 دينار لكل ألف دينار |

الحد الأدنى للعمولة 3,4 دينار لكل ألف دينار إذا كانت قيمة العقد أكثر من مائة ألف للعقد الواحد في اليوم الواحد.

المصدر: <http://www.ase.com.jo/ar/node/838> ، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.

المبحث الثالث: دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

بعد عرض الإطار التنظيمي والواقع العملي لسوق عمان المالي سنحاول في هذا المبحث تحليل تطور أداء هذا السوق خلال الفترة ما قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية العالمية.

المطلب الأول: دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي قبل الأزمة المالية العالمية (2003-2007).

سوف نعرض تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في سوق عمان المالي في الفترة (2003-2007).

الجدول رقم (11): تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في سوق عمان المالي في الفترة (2003-2007).

| السنوات | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| عدد الشركات المدرجة | 161 | 192 | 201 | 227 | 245 |
| القيمة السوقية (مليون دينار) | 7,772,8 | 13,033,8 | 26,667,1 | 21,078,2 | 29,214,2 |
| حجم التداول (مليون دينار) | 1,855,2 | 3,793,2 | 16,871,0 | 14,209,9 | 12,348,1 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان من 2003 إلى 2007.

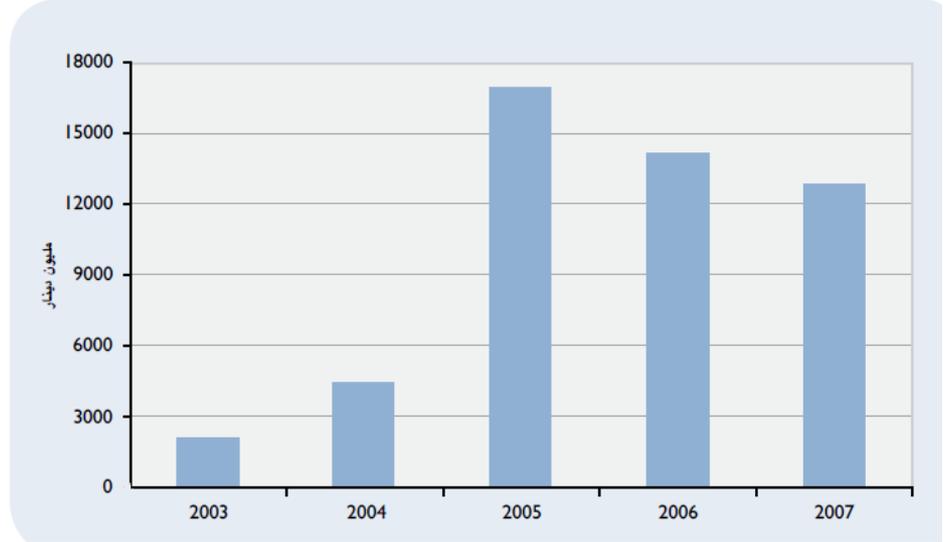
نلاحظ من الجدول أن عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان في إرتفاع مستمر من عام 2003 التي كانت 161 شركة إلى عام 2007 التي أصبحت 245 شركة، وإرتفع حجم التداول في السوق لتصل إلى 3,793,2 مليون دينار في عام 2004، وعلى ضوء التغيرات التي شهدتها أسعار الأسهم وعدد الأسهم المكتتبه بها لعام 2004 وزيادة الشركات المدرجة مقارنة مع عام 2003 فقد إرتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة لتصل إلى 13,033,8 مليون دينار بإرتفاع نسبته 67,7%.

أما في عام 2005 أدرج سهم الشركة العربية لصناعة الأدوية وأسهم مجموعة من الشركات وإرتفع حجم التداول في البورصة بنسبة مقدارها 344,8% مقارنة بعام 2004، وفي ظل هذه التغيرات إرتفعت القيمة السوقية لتصل إلى 26,667,1 مليون دينار .

وشهد عام 2006 تأسيس عدد كبير من شركات المساهمة العامة أدى إلى إرتفاع عدد الشركات وقامت العديد من الشركات بزيادة رأسمالها وكمحصلة لإنخفاض سعر الأسهم فقد إنخفضت القيمة السوقية في نهاية 2006 لتصل إلى 21,078,2 مليون دينار، أما بالنسبة لحجم التداول فانخفض ليصل إلى 14,209,9 مليون دينار .

كما شهد عام 2007 تأسيس عدد كبير من الشركات مما أدى إلى إرتفاع عدد الشركات المدرجة، أما بالنسبة لحجم التداول فقد إنخفض إلى 12,348,1 مليون دينار، وكمحصلة لإرتفاع أسعار الأسهم وإزدياد عدد الشركات إرتفعت القيمة السوقية للبورصة في نهاية عام 2007 بنسبة 38,7% لتصل إلى 29,214,2 مليون دينار .

الشكل رقم(16):حجم التداول في بورصة عمان (2007-2003)



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2007، ص20.

المطلب الثاني:دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي أثناء الأزمة المالية العالمية (2009-2008).

سوف نعرض تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في سوق عمان المالي أثناء الأزمة

(2009-2008).

الجدول رقم (12):تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية و حجم التداول في سوق عمان المالي في الفترة (2009-2008).

| السنوات | 2008 | 2009 |
|-----------------------------|----------|----------|
| عدد الشركات المدرجة | 262 | 272 |
| القيمة السوقية(مليون دينار) | 25,406,3 | 22,526,9 |
| حجم التداول(مليون دينار) | 20,318,0 | 9,665,3 |

المصدر:من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان لسنتي 2008 و 2009.

لقد كان عام 2008 من أصعب الأعوام على الأسواق المالية، فلقد عانت هذه الأسواق خاصة في الربع الأخير منه من جراء الأزمة المالية العالمية التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، إنتشر أثرها ليصيب معظمها الأسواق المالية في العالم حيث تراجع أسعار الأسهم في معظم أسواق العالم وتراجع بعضها بنسب كبيرة تجاوزت 80% خلال عام 2007.¹

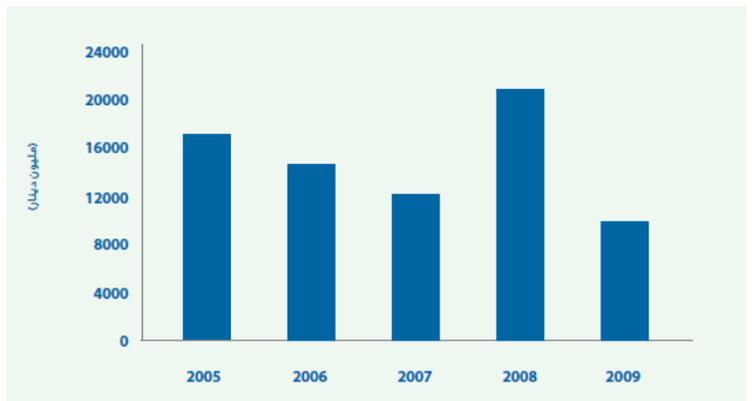
¹التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2008، ص9.

أما بالنسبة لبورصة عمان فقد تمكنت خلال عام 2008 من تحقيق مؤشرات إيجابية ذلك على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية، فقد شهد عام 2008 تأسيس عدد من الشركات المساهمة العامة مما أدى إلى إرتفاع عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان لتصل 262 مقابل 245 شركة مدرجة بنهاية عام 2007. وإرتفع حجم التداول إلى 20,318,0 مليون دينار أي بنسبة 64,5% مقارنة مع عام 2007، وكمحصلة لإنخفاض أسعار الأسهم للعام 2008 إنخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية عام 2008 إلى 25,406,3 مليون دينار أي بنسبة 13,1%.

ولمواجهة أثر الأزمة المالية العالمية فقد تم تشكيل لجنة عليا برئاسة دولة رئيس الوزراء وعضوية عدد من الجهات من ضمنها هيئة الأوراق المالية وتم تشكيل لجان فنية تضم في عضويتها بورصة عمان، كما قامت الحكومة الأردنية بضممان ودائع البنوك حتى نهاية عام 2009، وقام البنك المركزي الأردني بتخفيض سعر الفائدة وتخفيض نسبة الإحتياطي الإلزامي للبنوك، أما بالنسبة لمؤسسات سوق رأس المال فقد إتخذت عدد من الإجراءات من أهمها تعزيز إجراءات الرقابة على التمويل بالهامش لشركات الوساطة العاملة في البورصة، وإجراءات مراقبة الملاءة المالية لهذه الشركات إضافة إلى حث الشركات على الإفصاح على إثر الأزمة المالية عليها، كما تم عقد لقاءات مع المستثمرين والوسطاء لتدارس آثار الأزمة المالية العالمية على البورصة وسبل تخفيفها.¹

وإستمرت تداعيات الأزمة إلى غاية 2009 حيث إنخفض حجم التداول بنسبة كبيرة ليصل إلى 9,665,3 مليون دينار أي بنسبة 52,4% مقارنة مع عام 2007، وكمحصلة لإنخفاض أسعار الأسهم للعام 2009 إنخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية عام 2009 إلى 22,526,9 مليون دينار أي بنسبة 11,3%، وإرتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان بنهاية عام 2009 إلى 272 شركة مقابل 262 شركة مدرجة بنهاية عام 2008.

الشكل رقم (17): حجم التداول في بورصة عمان (2005-2009)



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2009، ص 21.

¹ نفس المرجع السابق، ص 10.

المطلب الثالث: دراسة الأداء العام لسوق عمان المالي بعد الأزمة المالية العالمية (2010-2014).

سوف نعرض تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في سوق عمان المالي في الفترة (2010-2014).

الجدول رقم (13): تطور عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في سوق عمان المالي في الفترة (2010-2014)

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| عدد الشركات المدرجة | 277 | 247 | 243 | 240 | 236 |
| القيمة السوقية (مليون دينار) | 21,858,2 | 19,272,8 | 19,141,5 | 18,233,5 | 18,082,6 |
| حجم التداول (مليون دينار) | 6,690,0 | 2,850,3 | 1,978,8 | 3,027,3 | 2,263,4 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان (2010-2014).

نلاحظ من الجدول أنه خلال عام 2010 إرتفع عدد الشركات المدرجة إلى 277 شركة مقابل 262 شركة في 2009، وقد إنخفض حجم التداول بنسبة 30% مقارنة بالعام الماضي لتصل إلى 6,690,0 مليون دينار، وكمحصلة لإنخفاض أسعار الأسهم إنخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية عام 2010 إلى 21,858,2 مليون دينار أي بنسبة 3%.

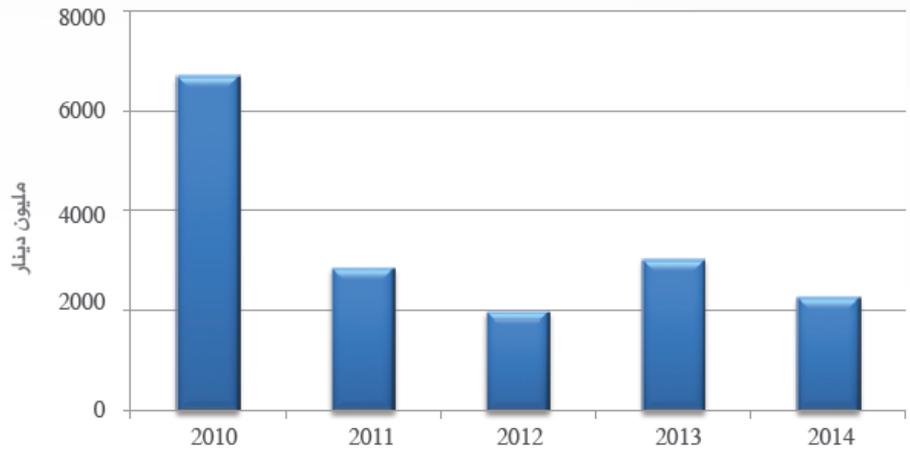
وفي عام 2011 بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 247 شركة مقابل 277 شركة مدرجة بنهاية عام 2010، حيث جاء هذا الإنخفاض بشكل رئيسي نتيجة لإلغاء إدراج 30 شركة خلال عام 2011 وذلك بعد تعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، وقد تواصلت قيمة حجم التداول في الإنخفاض لتصل إلى 2,850,3 مليون دينار أي بنسبة 57,4%، وكمحصلة لإنخفاض أسعار الأسهم إنخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى 19,272,8 مليار دينار أي بنسبة 11,8%.

وفي سنة 2012 بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 243 شركة مقابل 247 شركة مدرجة في 2011، ومما يجدر ذكره بأن بورصة عمان قامت بتطبيق تعليمات جديدة للإدراج في 01-10-2012 تم بموجبها إعادة توزيع الشركات على ثلاثة أسواق أولي وثانوي وثالث إعتباراً من 01-11-2012، والجدير بالذكر أنه تم إلغاء إدراج 5 شركات خلال عام 2012، وذلك وفقاً لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية النافذة، وإنخفضت قيمة التداول إلى أدنى مستوى له لتصل إلى 1,978,8 مليون دينار أي بنسبة 30,6%، وكمحصلة لإنخفاض أسعار الأسهم وتراجع عدد الشركات المدرجة واصلت القيمة السوقية إنخفاضها إلى غاية 19,141,5 مليون دينار.

وفي سنة 2013 بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 240 شركة مقابل 243 شركة مدرجة بنهاية عام 2012، والجدير بالذكر أنه تم إلغاء إدراج 5 شركات خلال عام 2013، وذلك وفقاً لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية النافذة، أما بالنسبة لحجم التداول فقد إرتفع إلى 3,027,3 مليون دينار أي بنسبة 53% مقارنة مع عام 2012، وكمحصلة لتغيرات أسعار الأسهم للعام 2013 إنخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية عام 2013 لتصل إلى 18,233,5 مليون دينار أي بنسبة 4,7%، ويرجع سبب إنخفاض القيمة السوقية للبورصة إلى تراجع أسعار أسهم كبرى شركات قطاع الصناعات الإستخراجية والتعدينية.

وفي سنة 2014 بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 236 شركة مقابل 240 شركة مدرجة بنهاية 2013، والجدير بالذكر أنه تم إدراج أسهم 3 شركات وإلغاء إدراج أسهم 7 شركات خلال 2014 وذلك وفقاً لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية النافذة، أما بالنسبة لأحجام التداول فقد إنخفضت إلى 2,263,4 مليون دينار أي بنسبة 25,2%، وكمحصلة لتغيرات أسعار الأسهم للعام 2014 إنخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى 18,082,6 مليون دينار أي بنسبة 0,8% .

الشكل رقم (18): حجم التداول في بورصة عمان (2010-2014)



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2014، ص 21.

خلاصة الفصل الثالث:

تماشياً مع التطورات الاقتصادية العالمية لم يعد بوسع الدول العربية إلا مسايرة هذه الأوضاع والسعي لإنشاء وتطوير الأسواق المالية ومحاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادرة على أداء دورها، وقد تمكنت من أن تكون قنوات مهمة لتعبئة المدخرات والتخصيص الكفء للموارد من خلال مساهمتها في تمويل الإستثمارات، كما أن شدة اعتماد إقتصاديات الدول العربية على الولايات المتحدة والدول الأوروبية تصديراً وإستيراداً يجعلها شديدة الحساسية لأيّة تغيرات تحدث في تلك الدول.

وقد شملت تداعيات الأزمة المالية العالمية أسواق المال والبورصات العربية في صورة إنخفاضات حادة متتالية لمؤشراتهم، وإمتد تأثيرها إلى جوانب الإقتصاد ككل في صورة ركود بدأ يخيّم على حركة الأسواق وإنخفاضات في مؤشرات البورصة .

وقد ألفت الأزمة المالية العالمية بظلالها على أداء سوق عمان المالي بإعتباره من أقوى الأسواق المالية العربية والأكثر تنظيماً وتطوراً في الأداء وتأثر بتبعاتها حتى عام 2009، وبالرغم من تأثيرها على حجم التداول في البورصة وعلى مؤشرات الأداء فيها إلا أن بورصة عمان إستطاعت إلى حد كبير تجاوزه أثار هذه الأزمة نتيجة لثقة المستثمرين فيها تلك الثقة التي عززتها الأطر التشريعية والتنظيمية التي كفلت حماية السوق على كافة المستويات.

خاتمة

الخاتمة العامة:

لقد شكل تكرار الأزمات في العالم ظاهرة تجعل من التعامل مع هذه الأزمات ضرورة لا بد منها، لما تضمنته من أحداث كانت نقاط تحولات جذرية أسهمت في تغيير مفاهيم وأسس وأنظمة دولية قررت مصير العديد من الدول، والتي تجسدت في أزمة الكساد العظيم 1929 وأزمة 1987 وأزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997 التي كانت سريعة الانتشار فإنتقلت من تايلاندا لتشمل فيما بعد الدول المجاورة ودول أخرى في قارات أخرى، وهذا بفعل العدوى التي أفرزها الترابط والاندماج وتكررت الأزمات لتشمل الدول الأوروبية ودول أمريكا اللاتينية وغيرها من الأزمات التي تركت كل منها بصمتها الخاصة في الإقتصاد العالمي.

تعد الأزمة المالية العالمية واحدة من أعنف الإختلالات التي شهدتها الإقتصاد العالمي، حيث إندلعت وتفاقت في الولايات المتحدة وقد كانت نتيجة إختيار سوق الرهون العقارية الأمريكية بسبب تدخل الحكومة الأمريكية المباشر ولسنوات عديدة في البنوك والمؤسسات المالية، وحثها على تسهيل عملية الإقراض وتلبية طلبات المواطنين المتعلقة بالقروض العقارية وغيرها خصوصا بالنسبة للفئات الإجتماعية ذات الدخل الضعيف.

وقد ساعدت تطورات الهندسة المالية على تجميع أصول مالية ضخمة في مجال الرهن العقاري، حيث تم توريق القروض العقارية وذلك دون فهم واضح لمستوى المخاطر التي تحملتها هذه المنتجات.

وأدى نزول الأسعار إلى إنخفاض الفقاعة العقارية مما أدى إلى إختيار أسعار العقارات، فلم يعد المقترضين قادرين على دفع أقساط القروض المستحقة عليهم ثم تفاقت إلى ما هو عليه الوضع، من إضطرابات نالت أسواق المال ومؤسسات مالية كبرى ليس فقط في أمريكا بل على مستوى العالم.

فقد إنتقلت الأزمة المالية العالمية لتطال كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب إرتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا وبقية العالم بالأسواق المالية الأمريكية، ولم تقتصر الأزمة على جانبها المالي بل تطورت إلى مشكلة ركود إقتصادي واسع، حيث أثرت تداعياتها سلبا على مستويات التشغيل وأسعار النفط عالميا وموجات من الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم في الأسواق العالمية.

وأمام خطورة هذا الوضع سارعت معظم الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية إلى إتخاذ الإجراءات اللازمة لإحتواء الأزمة والحد من توسعها، وقد كان هناك إتفاق على ضرورة التحرك السريع لإنقاذ العالم من الأزمة، رغم الإختلاف في طرق وسياسات التدخل كما أن جميع الحلول التي إقتوت كانت حلول مؤقتة بالنظر إلى عمق وشدة الأزمة.

إمتدت آثار الأزمة المالية العالمية إلى الأسواق المالية العربية خاصة الأسواق المالية الخليجية حيث شهدت تقلبات حادة وإنخفضت أحجام التداول فيها بحكم الصلات والروابط الوثيقة التي تربطها بالإقتصاد الرأسمالي العالمي، وتراجع بسبب الأزمة الطلب على النفط الذي يمثل مصدر الدخل الرئيسي لأغلب الدول العربية، وتدافع المستثمرين لبيع أسهمهم وبأسعار متدنية مما أدى إلى إختيار أسعار الأسهم في البورصات العربية، وقد خسر بعضها أكثر من نصف قيمتها، غير أن بعض الأسواق المالية العربية مثل بورصة الجزائر لم تتعرض للتقلبات لصغر حجم التداول فيها وإنغلاقها.

أما بالنسبة لبورصة عمان فقد تمكنت خلال عام 2008 من تحقيق مؤشرات إيجابية، وذلك على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية فقد حافظ الإستثمار الأجنبي في البورصة على نفس الوتيرة المتصاعدة، وحقق خلال نفس العام زيادة إيجابية فقد إرتفعت عدد الشركات المدرجة وإرتفع حجم التداول.

وقد ألفت الأزمة المالية العالمية بظلالها على سوق عمان المالي وتأثر بتبعاتها خلال عام 2009 حيث إنخفض حجم التداول بنسبة كبيرة ليصل إلى 9665,3 مليون دينار أي بنسبة 52,4%، إلا أن بورصة عمان إستطاعت إلى حد كبير تجاوز آثار هذه الأزمة نتيجة لثقة المستثمرين بالسوق المالي في عمان تلك الثقة التي عززتها الأطر التشريعية والتنظيمية التي كفلت حماية السوق على كافة المستويات.

إختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: بعد تحليلنا للأزمة المالية العالمية تبين لنا على أنها إمتداد للأزمات المالية التي سبقتها، وهذا ما يدعم فكرة دورية الأزمات المالية في الأنظمة الإقتصادية والتي تعد مرحلة من مراحل الدورة الإقتصادية في النظام الرأسمالي، وهذه الدورة تطول أو تقصر حسب رقابة الدولة للنشاط الإقتصادي، فالأزمة المالية العالمية لم تكن وليدة اللحظة وإنما لها جذور إرتبطت ببعض الأحداث الإقتصادية التي أثرت سلبا على أداء الإقتصاد الأمريكي، ومن هذا المنطلق يتم قبول الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: إن أسباب الأزمة المالية العالمية متعددة إذ لا يمكن حصرها كلها ومن أهمها نجد طبيعة الإقتصاد الأمريكي، المبتكرات المالية والتوريق، تصنيفات مؤسسات التقييم الدولية، النفقات العسكرية...، حيث أن هذه الأزمة خرجت عن نطاق السيطرة لتنتقل لتمس كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب إرتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا وبقية العالم بأسره بالأسواق المالية الأمريكية، لتكون بذلك قد هزت الإقتصاد العالمي بأسره وعلى هذا الأساس نجد أن الفرضية الثانية خاطئة.

الفرضية الثالثة: حجم تأثير الأسواق المالية العربية بصفة عامة وسوق عمان المالي بالأزمة بصفة خاصة يحدد بمدى إرتباط إقتصاديات هذه الدول بالإقتصاد العالمي، ففي بحثنا إستنتجنا أن حجم التأثير بالأزمة مرتبطة بحجم التداخل والتشابك مع الإقتصاد العالمي فبقدر، ما كانت الدول سواءا متقدمة أو نامية تشهد تطورا في سوقها المالي ومرتبطة بالإقتصاد العالمي بقدر ما كان حجم التأثير، وعليه يتم قبول الفرضية الثالثة.

نتائج الدراسة:

- يشهد الإقتصاد العالمي تقلبات تؤثر على مجمل نشاطه تسمى بالدورة الإقتصادية التي إختلف الإقتصاديون في تفسيرها، فالبعض يرجعها إلى أسباب خارجية مثل نظرية المناخ والبعض الأخر إلى أسباب داخلية والتي يتم تقسيمها إلى 3 مجموعات النظريات النقدية ونظريات نقص الإستهلاك ونظريات فيض الإستثمار.
- الأزمات المالية وفي كل مرة تثبت ضرورة تدخل الدولة في الإقتصاد لمعالجة الأزمات، إذن فكرة التدخل موجودة وتفرض نفسها إلا أن أساليب التدخل وحدود التدخل قد تركا لكل دولة بعيدا عن منطق العوامة وذلك من أجل تجنب المزيد من الخسائر.

- لا يمكن تحديد أسباب الأزمات المالية كلها فهي تختلف باختلاف أنواعها ومكان حدوثها، وحتى مدتها فالأزمات المالية تحدث بشكل متكرر ومختلف عن سابقاتها مسايرة في ذلك التطورات المالية والإقتصادية.
- ترجع الأزمة المعاصرة إلى جملة من الأسباب ترتبط بشكل واضح بآلية عمل النظام الرأسمالي وقد كان أولها الركود الإقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم الإعتتماد الملحوظ على الأدوات المالية القائمة على سعر الفائدة كقروض الرهن العقاري وما ترتب عليه من عملية توريق لهذه القروض الأمر الذي فاقم من المشكلة لاسيما في ظل تديني مستوى الرقابة على المؤسسات المالية.
- يعتبر توريق الديون العقارية من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية، ولكن هذا لا يلغي أهمية هذا المبتكر المالي وإنما سوء إستعمال هذه العملية والإفراط فيها أدى إلى حدوث هذه الأزمة.
- يتضح لنا من خلال إستعراضنا لبعض خصائص الأسواق المالية العربية مدى الضعف الذي مازالت تعاني منه سواء من حيث عدد الشركات المدرجة في البورصة، أو حتى من حيث إرتفاع درجة تركيز التداول على عدد قليل من الشركات والتي تقدر في العديد من الدول العربية بأكثر من 50%، كما تعاني البورصات العربية من إنخفاض الرسمة البورصية وضعف فرص التنوع مما يجعلها أقل جاذبية للإستثمار الأجنبي وأكثر عرضة للإضطرابات.
- إن أهم ما يميز الأسواق المالية العربية هو التقلبات الشديدة في الأسعار الناتجة عن تأثير الإشاعات والمعلومات الغير الصحيحة وكذا المضاربة، وقد يرجع ذلك إلى أن أغلب المستثمرين الأفراد يتأثرون بسلوك المستثمرين الكبار، وعليه فإن أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصات العربية لا تعكس بصفة جيدة وضعيتها الحقيقية.
- يختلف نوع تأثير البورصات العربية عن البورصات المتقدمة، حيث يرجع سبب تأثير البورصات العربية إلى خروج الأجنب وإتباع الأفراد سلوكهم ومن ثم التخلص من أوراقهم المالية، أما البورصات المتقدمة فيرجع التراجع الحاد في أدائها بدرجة أولى إلى الخسائر والإفلاسات الضخمة للمؤسسات المدرجة في البورصة.
- يتضح أن الأزمة المالية العالمية قد أثرت بشدة على إقتصاديات مختلف الدول والتي كشفت عن الترابط الوثيق بين الإقتصاديات ككل، كما أن لهذه الأزمة تداعيات عدة على الإقتصاديات العربية من خلال الأسواق المالية وتدفق الإستثمارات والتشغيل والحصول على التمويل.
- أفضل علاج لهذه الأزمة هو الإعتتماد على مركزات الإقتصاد الإسلامي ومنهجه بعيدا عن الفوائد الربوية أخذا وعطاء والأساليب التي كانت سببا في الأزمة المالية العالمية.

الإقتراحات والتوصيات:

- من خلال النتائج المتوصل إليها في البحث، فإننا نقدم الإقتراحات و التوصيات التالية:
- توفير المزيد من الشفافية سواء فيما يتعلق بالسياسات المالية والنقدية المتبعة، أو توفير المعلومات عن الأداء الإقتصادي ومستوى المديونية الداخلية والخارجية، فالإفصاح والشفافية تزيد من ثقة المتعاملين بالأسواق والتأخر في نشر الأرقام يثير الشكوك ويفقد هذه الإحصائيات قيمتها.

- ضرورة وضع القيود اللازمة على التدفقات الرأسمالية لتتماشى مع آليات السوق، كما يجب تشديد العقوبات للحد من أنشطة المضاربين، لكي لا تبتعد الأسواق المالية العربية عن الدور المنشود لها كإلية لتويل الإستثمارات الجديدة.
- السعي إلى توجيه المؤسسات المالية والمصرفية العربية إلى زيادة عمليات الإندماج وذلك بغية زيادة التنافسية الدولية وتقليل مخاطر الإستثمار داخل هذه البلدان وعدم التوسع في التعامل بالمشتقات المالية.
- ضرورة إعطاء المصارف المركزية في دول المنطقة مهام إضافية تشمل الإشراف والرقابة على كافة عمليات الإقراض وتحقيق التناسق الكامل مع هيئات الأسواق المالية في هذا المجال.
- لا بد من إعادة إصلاح النظام المالي العالمي المتسبب في إحداث الأزمات، وذلك إبتداءً بالإصلاح على المستوى المحلي حيث تحاول كل دولة بعلاج نقاط الضعف الكامنة في نظامها المالي، ثم لتتم عملية الإصلاح على المستوى الدولي من خلال سعي دول العالم نحو زيادة التنسيق الدولي في هذا المجال.
- ضرورة تطوير الأنظمة والقوانين الرقابية وإعادة تفعيل دور المؤسسات المالية الدولية مع إلزامية تعريض هذه الوكالات للرقابة المستمرة من قبل هيئات خاصة .
- العمل على توفير بيئة مستقرة ومناسبة لجذب الإستثمارات الأجنبية من الخارج وإعادة توطين رؤوس الأموال الوطنية من أجل أن تقوم بدورها في دعم النمو، وذلك من خلال وضع الأسس القانونية والإدارية اللازمة لذلك وتطوير التشريعات القائمة وتوحيد القوانين المنظمة للإستثمار في المنطقة.
- ضرورة تعزيز الثقافة البورصية وتكثيف الندوات والمؤتمرات لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء الأسواق المالية وضمن ثقافة إستثمارية داعمة للسوق ومانعة لإنهياره وقت الأزمات.
- إن الحد من التأثيرات العنيفة للأزمات المالية في الفترة المستقبلية قد يتطلب تشجيع زيادة إنشاء صناديق الثروة السيادية العربية، بإعتبار هذه الأخيرة تحقق فوائض ضخمة جراء تصديرها للبتروول وإقامة ملتقيات وحملات لتوعية المستثمرين للتقليل من حدة تخوفهم وتصفية محافظهم المالية.
- وضع ضوابط للمعاملات ووجود هيئات متخصصة للمعاملات، ووجود هيئات متخصصة للإشراف والرقابة على الأسواق والمؤسسات في إطار الحرية المنضبطة التي يقوم عليها الإقتصاد الإسلامي.
- فقد بدأت بالفعل أصوات في الغرب تنادي بضرورة الأخذ بالشريعة الإسلامية في الجانب الإقتصادي ففي إفتتاحية مجلة "challenge" كتب "بوفيس فانسون" رئيس تحريرها موضوعاً بعنوان (البابا أو القرآن): "أظن أننا بحاجة أكثر في هذه الأزمة إلى قراءة القرآن بدلا من الإنجيل لفهم ما يحدث بنا ومصارفنا لأنه لو حاول القائمون على مصارفنا إحترام ما ورد في القرآن من تعاليم وأحكام وطبقوها ما حل بنا ما حل من كوارث وأزمات وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزري، لأن النقود لا تلد النقود".

أفاق البحث:

- تداعيات الأزمة المالية العالمية وعلاقتها بأزمة الديون السيادية الأوروبية.
- وكالات التصنيف الدولية ودورها في تقييم المخاطر.

- صندوق النقد الدولي ومحاولاته للتصدي للأزمات المالية.
- دور نظام الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمات المالية.
- مستقبل الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- القرآن الكريم.

ب- المعاجم:

1. عصام نوردين، "معجم نور الدين الوسيط (عربي-عربي)"، دار الكتب العلمية، لبنان، 2005.

ج- الكتب:

1 إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، "قراءة في الأزمة المالية المعاصرة"، دار جرير للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2009.

2. إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.

3. أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.

4. جهاد أحمد أبو السنديس، عبد الناصر طلب نزال الزيود، "مبادئ الإقتصاد الكلي مفاهيم وتطبيقات عملية"، دار تسنيم للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.

5. حسام علي داود، "مبادئ الإقتصاد الكلي"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2005.

6. حماد طارق عبد العال، "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية"، الدار الجامعية، مصر، 2009.

7. حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودية، "إدارة الأزمات الدولية المالية والإقتصادية"، دار جليس الزمان، عمان، الأردن، 2011.

8. دريد كامل ال شيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012.

9. دنيال أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، "تحليل الأزمات الإقتصادية للأمس واليوم"، المؤسسة الجامعة للنشر والتوزيع، لبنان، 1992.

10. رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، النعتز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004.

11. رشاد نعمان شايع العامري، "الخدمات المصرفية الإئتمانية في البنوك الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2013.

12. رمزي محمود، "الأزمة المالية... والفساد العالمي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009.

13. سامر بطرس جلدة، "النقود والبنوك"، دار البداية ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، 2009.

14. سميح مسعود، "الأزمة المالية العالمية، نهاية الليبرالية المتوحشة"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010.
15. صالح فواز محمد الخصاونة، "مبادئ الإقتصاد الكلي"، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2000.
16. صلاح الدين السيبي، "قضايا إقتصادية معاصرة الأسواق المالية"، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998.
17. ضياء مجيد الموسوي، "الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
18. ضياء مجيد، "البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، 2008.
19. عبد السلام جمعة زاوود، "إدارة الأزمات الدولية في ظل النظام العالمي الجديد"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
20. عبد العزيز قاسم محارب، "الأزمة المالية العالمية، الأسباب والعلاج" دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2011.
21. عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية والمصرفية العالمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
22. عبد المطلب عبد الحميد، "السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة"، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، 2003.
23. عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها"، الدار الجامعية، مصر، 2006.
24. عدنان السيد حسن، "قضايا دولية: الأزمة العالمية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2010.
25. علي عبد الفتاح أبو شرار، "الأزمة المالية الإقتصادية العالمية الراهنة أحداثها-أسبابها-تداعياتها-إجراءاتها"، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
26. عمر يوسف عبد الله عباينة، "الأزمة المالية المعاصرة تقدير إقتصادي إسلامي"، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2011.
27. فتح الله ولعلو، "نحن والأزمة الإقتصادية"، المركز الثقافي العربي، الطبعة الأولى، المغرب، 2009.
28. كمال رزيق، عبد السلام عقون، "سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
29. محمد الصيرفي، "إدارة الأزمات"، مؤسسة حورص الدولية، الإسكندرية، مصر، 2004.
30. محمد العربي ساكر، "محاضرات في الإقتصاد الكلي"، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2006.

31. محمد الفنيش، "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية حول إستراتيجيات منع الأزمات وإدارتها"، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000.
32. محمد سامر القصار، "الأزمة المالية العالمية دلائل إقتصادية على سطوع المنظومة الإسلامية من بين أنقاض الرأسمالية"، دار الفكر، الطبعة الثانية، دمشق، 2009.
33. محمد سعيد محمد الرملاوي، "الأزمة الإقتصادية العالمية، إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2001.
34. محمد عبد الوهاب العزاوي، "الأزمات المالية حديثها وقديمها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
35. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الإستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية -"، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2006.
36. محمود الصميدعي، "الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية"، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
37. محمود جاد الله، "إدارة الأزمات"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
38. محمود حامد محمود عبد الرزاق، "الأزمة المالية العالمية ودور النظام المالي الإسلامي"، الدار الجامعية، 2013.
39. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات -"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
40. مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005.
41. موسى اللوزي وآخرون، "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال - الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية -"، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.
42. نزار سعد الدين العيسى، "مبادئ الإقتصاد الكلي"، الدار العلمية الدولية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001.
43. هوشيار معروف، "الإستثمار والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر، عمان، 2003.
44. وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009.
45. يوسف أحمد أبو فارة، "إدارة الأزمات مدخل متكامل"، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009.

د- الرسائل والأطروحات والمذكرات:

1. أوكيل نسيم، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها- مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا-"، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2007-2008.
2. بهية بوكروح، "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007-2010)"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010-2011.
3. بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
4. دوة محمد، "الأزمات المالية"، رسالة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2004-2005.
5. رشام كهينة، "واقع وأفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009.
6. ساعو باية، "الإنعاش الإقتصادي في الجزائر واقع و آفاق"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008-2009.
7. صباغ رفيقة، "الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2014.
8. عبد الغاني بن علي، "أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010.
9. محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
10. محمد نايف فارس غرابية، "تحليل الأزمات المالية وإمكانية التنبؤ بها"، قدمت هذه الرسالة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة ال البيت، الأردن، 2010.
11. المناسيع رابح أمين، "الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010-2011.

12. موسى مبارك خالد، "صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إستراتيجي مالي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2012.
13. نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013.
14. نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007_2008"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009.

ه- الملتقيات والمؤتمرات:

1. إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، "إنعكاسات الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد المصري نظرة عامة"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، يومي 1-2 أفريل 2009.
2. أسماء دردوري، نسرين بن زاوي، "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية"، الملتقى العلمي الدولي حول "الأمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2008.
3. أشرف محمد دواية، "نحو سوق مالية عربية"، بحث مقدم لمؤتمر "التجارة العربية البيئية والتكامل الإقتصادي العربي" المنعقد تحت رعاية المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الجامعة الأردنية، عمان، 20-22 سبتمبر 2004.
4. بريش عبد القادر، "إدارة المخاطر المصرفية وفقا لمقررات بازل 2 و 3 ومتطلبات تحقيق الإستقرار المالي والمصرفي العالمي ما بعد الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر الدولي الأول حول "إدارة المخاطر المالية وإنعكاساتها على إقتصاديات دول العالم"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أكلي محند أولحاج بويرة، يومي 12-13 ديسمبر 2012.
5. بلعوز بن علي، مداني أحمد، "التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية شرعية"، المؤتمر الدولي الرابع حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الإقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية، الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.
6. بلعوج بالعيد، جاب الخير وردة، "من الأزمة المالية 1929 إلى الأزمة المالية 2008 مقارنة وإستخلاص العبر"، الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، جامعة قسنطينة، يومي 6-7 أفريل 2009.

7. بن نعمان حمادو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
8. ثريا الخزرجي، "الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة"، المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على اقتصاديات الدول-التحديات والأفاق المستقبلية"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، يومي 2-29 أبريل 2009.
9. جاسم المناعي، "الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص"، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت، يوم 8 ماي 1998.
10. حسين عبد المطلب الأسرج، "الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية"، الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
11. زايددي عبد السلام، مقران يزيد، "الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على الاقتصاديات العربية"، ملتقى دولي ثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المصرفية"، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
12. زايري بلقاسم، مهدي ميلود، "موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
13. زايري بلقاسم، ميلودي مهدي، "الأزمة المالية العالمية: أسبابها وأبعادها وخصائصها"، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول "الأزمة العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009.
14. زعدار أحمد، ناصر المهدي، "الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزمات"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
15. زهية كواش، فتيحة بن حاج جيلالي مغراوة، "الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمات المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
16. سامي مباركي، "الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد -دراسة تجربة الأسواق المالية العربية-"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-"، جامعة بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006.

17. الطاهر هارون، العقون نادية، "الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها، آيات إنتشارها والآثار المترتبة عنها"، ورقة مقدمة ضمن ملتقى "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، يومي 5-6 ماي 2009.
18. علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسية، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها، أسبابها، تداعياتها وسبل العلاج"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال(التحديات،الفرص،الأفاق)"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
19. عماد موسى، "أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية"، المؤتمر الدولي حول " دور القطاع الخاص في التنمية:تقييم إستشراف، لبنان، أيام 23-25 مارس 2009.
20. عودة مراد رايق رشيد، "أسباب الأزمة الإقتصادية القريبة والبعيدة رؤية إسلامية"، المؤتمر الدولي الحادي عشر حول "الأزمات الإقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعلاجها"، جامعة جرش، الأردن، يومي 14-16 ديسمبر 2010.
21. عوض بن عوض يسلم، "مدى تأثر المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول "الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل"، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، المركز الجامعي بغرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
22. فريد كورتل، "الأزمة المالية العالمية :التنبؤ بالأزمة فرص الإستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهةها"، المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال-التحديات-الفرض-الافاق-"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
23. كمال بن موسى، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي،الواقع..ورهنانات المستقبل"، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية والتسيير، المركز الجامعي بغرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
24. كمال رزيق، حسن توفيق، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال(التحديات-الفرص-الأفاق)"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
25. كمال رزيق، عبد السلام عقون، "التمويل الإسلامي كبديل لإدارة الأزمة المالية الراهنة"، الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي وبديل البنوك الإسلامية"، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، يومي 6-7 أفريل 2009.

26. كمال رزيق، "إشكالية العلاقة بين الأخلاق والإقتصاد في ظل الأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال(التحديات-الفرص-الأفاق)"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
27. محمد الحليم عمر، "قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية"، ورقة بحث مقدمة إلى ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الإقتصاديات العربية"، مركز صالح عبد الله للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، يوم 11 أكتوبر 2008.
28. محمود الوادي، إبراهيم خريس، "دور الإقتصاد الإسلامي في الحد من الأزمات الإقتصادية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال-التحديات-الفرص-الأفاق"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
29. محمود الوادي، إبراهيم خريس، "دور الإقتصاد الإسلامي في الحد من الأزمات الإقتصادية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال-التحديات-الفرص-الأفاق"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
30. محمود محمد العجلوني، "إدارة الأزمات في القطاع المصرفي في إقليم الشمال"، المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على إقتصاديات الدول-التحديات-الأفاق المستقبلية"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، يومي 28-29 أبريل 2009.
31. مصطفى إسماعيل أردوان، "الأزمة المالية المعاصرة من منظور إسلامي"، المؤتمر الدولي الحادي عشر حول "الأزمات الإقتصادية المعاصرة أسبابها تداعياتها وعلاجها"، جامعة جرش، الأردن، يومي 14-16 ديسمبر 2010.
32. مصطفى حسني مصطفى، "الأزمة المالية العالمية أسبابها وأثارها الإقتصادية وكيفية مواجهتها"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية"، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، يومي 1-2 أبريل 2009.
33. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "قراءة في الأزمة المالية العالمية: رؤية شرعية إسلامية"، الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
34. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
35. منير سليمان الحكيم، يزن سالم العطيات، "دور مؤسسات البنية التحتية الداعمة للجهاز المصرفي الإسلامي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من أثارها"، المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية

- على منظمات الأعمال -التحديات-الفرص-الأفاق-"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
36. ناصر مراد، "أثار الأزمة الإقتصادية الراهنة-حالة الجزائر-"، المؤتمر الدولي الحادي عشر "الأزمة الإقتصادية المعاصرة أسبابها تداعياتها وعلاجها"، جامعة جرش، الأردن، يومي 14-16 ديسمبر 2010.
37. ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الأثار، وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2008.
38. وصاف عتيقة، عاشور سهام، "مكانة الأسواق المالية في الإقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-"، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006.
39. وليد أحمد صافي، "الأزمة المالية العالمية 2008/طبيعتها، أسبابها، تأثيراتها المستقبلية على الإقتصاد العالمي والعربي"، الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
40. يوسف أبو فارة، "قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال(التحديات-الفرص-الأفاق)"، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009.
- و-المجلات والدوريات:**
1. إيمان مرعي، "أثر الأزمة الآسيوية على آسيا"، مجلة السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي، 2009.
2. حسان خبابة، "دور أسواق الأوراق المالية بادل العربية في التنمية الإقتصادية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 6، فيفري 2004.
3. رسلان أحمد محمد، "الأزمة المالية العالمية وأثارها على الجهاز المصرفي الفلسطيني"، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 14، العدد 2، 2012.
4. عبد الله إبراهيم القوي، "الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وإنعكاساتها الإقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 4، ديسمبر 1998.
5. فريد كورتل، كمال رزيق، "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وإنعكاساتها على البلدان العربية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد 20-أ.
6. قحاييرة أمال، "أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 03.

7. مفتاح صالح، بوعبد الله علي، "واقع الإستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية"، أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013.
8. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 07، 2009-2010.
9. ناجي التوني، "الأزمات المالية سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية"، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، 2004.
10. نزهان محمد سهو، "الأزمة المالية العالمية الراهنة-المفهوم-الأسباب-التداعيات-"مجلة الإدارة والإقتصاد، العراق، العدد 83، 2001.
11. نسيمه حاج موسى، علوي فاطمة الزهراء، "أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 08، 2010.
12. وصاف عتيقة، "دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية(حالة الدول العربية)"، أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013.
13. يوسفات علي، "أزمة الرهن العقاري"، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، العدد 02، 2009.

ز-التقارير:

1. إبراهيم عاكوم، "أسواق الأوراق المالية العربية:إنعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية"، الدائرة الإقتصادية والفنية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 09، 2009.
2. الأزمة والتعافي، افاق الإقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2009.
3. التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2008.
4. تقرير صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد السادس والخمسون، 2008.
5. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2008، الفصل العاشر.
6. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لعام 2000.
7. مكافحة الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، 2009.
8. ملحق تقرير المدير العام، "الأزمة الإقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية، مؤتمر العمل العربي، الدورة السادسة والثلاثون، عمان، 12 أبريل 2009.

ح-المواد والقوانين:

1. المادة 3، أحكام المادة(65/ج) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

2. المادة 4، أحكام المادة(65/ج) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

ي-المواقع الإلكترونية:

1. <http://ase.com.jo/ar>، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.
2. <http://djabout-boualem-booxs.com/t1120-topic>، تم الإطلاع عليه في 30-12-2013.
3. <http://www.ase.com.jo/ar/node/810>، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.
4. <http://www.ase.com.jo/ar/node/842>، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.
5. <http://www.ase.com.jo/ar/node/844>، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.
6. <http://www.ase.com.jo/ar/node/844#1>، تم الإطلاع عليه في 31-03-2015.
7. <http://www.icn.com/ar/articles/2011/>، تم الإطلاع عليه في 20-11-2013.
8. <http://www.pbf.org.ps/site/?q=pages/view/6421>، تم الإطلاع عليه في 29-12-2013.
9. www.sahmy.com/t252726.html، تم الإطلاع عليه في 08-01-2015.
10. رجاء خضير عبود موسى الربيعي، التحليل الفكري للدورات الاقتصادية متاح على الموقع الإلكتروني: <http://iasj.net/iasj?func:fulltextetaid=64359>، تم الإطلاع عليه يوم 08-01-2015.
11. عبد الله شحاته، "الأزمة المالية، المفهوم، الأسباب"، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://fr.slideshare.net/guest4464e0/ss-331004>، تم الإطلاع عليه يوم 23-12-2014.
12. عدنان فرحان الجوارين، "الدورات الاقتصادية المفهوم النظريات والمعالجات" متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=240358>، تم الإطلاع عليه يوم 09-01-2015.
13. محمد حجازي، "الأزمة المالية العالمية...والاقتصاد الإسلامي"، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://pulpit.alwatanvoice.com/content.167011.html>، تم الإطلاع عليه يوم: 19-03-2015.
14. هايل عبد المولى طشطوش، بحث في النظريات النقودية ودورها في تفسير الدورات الاقتصادية، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/11/>، تم الإطلاع عليه يوم 09-01-2015.

ثانيا:المراجع باللغة الفرنسية:

A-Les livres:

1. Benoit mandelbort,richard lhudson , « une approche fractale des marchés risquer perdre et gagner » , éd Odile jacob,paris,2009.
2. Florence Saunson, « L'ombre de 1929 plane en cette année 2009 », éd l'harmattan, paris, 2009.
3. Gibert Boureé , « Nicolas Sarkozy face a la crise », éd l'harmattan, paris, 2010.
4. Jean-Pierre petit, « la bourse :rupture et renouveau » , éd Odile jacob,paris ,2013.
5. Nkere Ntanda Nkingi, « La crise financiere internationale de 2008 et ses conséquences », éd l'harmattan; paris, 2009
6. Robert Boyer ,Mario dehors et Dominique pliphon , « les crises financières »,éd la documentation française ,paris,2004.

B-Thèse :

1. Hemche omar , « crises financiers effet de contagion sur les pays développés et les pays émergents », thèse de doctorat en sciences économiques, université Abou Baker Belkaid,Tlmcen,2013 ,2014

C-revues

1. Chabha bouzar , « le cycle de vie de la crise des subprimes », revue campus , n°15 , 2009.

D-sites internet

- 1-[http://fr.wikipedia.org/wiki/Cycle de Kondratiev](http://fr.wikipedia.org/wiki/Cycle_de_Kondratiev) . visité le 10-01-2015

الملاحق

الملحق رقم 1
عرض لأهم الأزمات المالية

| أولى الأزمات المالية (1637 - 1720 - 1797) | | |
|---|-------------------------|---|
| الأزمة | الأسواق المالية المعنية | الميكانيزمات |
| أزمة 1637 | المضاربات لأجل | نوفمبر 1637، بعد عدة سنوات من المضاربة بأوروبا، انخفضت الأسعار فجأة مسببة إفلاس المضاربين واضطرها المؤرخون أولى الأزمات المالية الناتجة عن المضاربة. |
| النيان 1720 | الأسهم | أربعين متتاليتين تفصل بينهما بضعة أشهر بفرنسا وبنقلها بخصوص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد. |
| الأزمة النقدية 1797 | البنوك | 26 نوفمبر 1797، بنك إنجلترا يعرف انحصارا في الاحتياطي ويقرر تعليق التخليص نقدا مما خلق الفجر بين المؤقتين والشركات الذين سارعوا إلى سحب مدخراتهم وأرباحهم من البنوك والتسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الفجر الجماعي. |
| أزمات القرن التاسع عشر | | |
| أزمة 1810 | البنوك | بعد حصار إنجلترا من طرف نابليون، سقط نظام الائتمان بما حاصره وأنها لم تستطع تحصيل حقوقها على شركات تجزير أمريكا مما سبب أزمة سيولة وموجة بطالة. |
| أزمة 1819 | البنوك | هي أول أزمة مالية بالولايات المتحدة عن صرف الأموال في حرب 1812 وسياسة انكساف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي. |
| أزمة 1825 | الأسهم | بعد المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بالولايات المتحدة (بنوك، التأمينات، تسليح السفن، بناء القنوات...)، انضمت قيم أسهمها انحدارا شديدا في بورصة لندن فأعلنت بنوك عديدة وأخر من 3300 مؤسسة رغم أن هذه الأزمة تركزت في بريطانيا العظمى إلا أنها تضر أولى الأزمات التي مسّت البورصة. |
| النيان 1836 | الأسهم والبنوك | شهدت إنجلترا انحدارا آخر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي "آدمز جاكسون" انكساف بيع الأراضي مقابل مغان ثمينة، وهو ما شكّل ضربة قاسية للمضاربة في سوق العقار بالولايات المتحدة. |

| | | |
|--|---|--------------------------|
| وجاء أن البنوك الأمريكية كانت تقترض من بريطانيا وقد تفتت هذه الأخيرة بين الأسمب من الصدمة قبل أن تنقل الأزمة إلى أمريكا في حد ذاتها سنة 1837. | | |
| 9 ماي 1873، بورصتي نيا ونياسا بدأت ما يسمى بفترة الكساد الكبير فالإقتصاد العالمي يعيب للمضاربات الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية بالإضافة إلى أنها لم تكن مطابقة لاحتاج الكساد الحقيقي مما سبب الخراب كلما انتشر على ألمانيا، أوروبا والو.م.أ. | الأسهم | التيار 1873 |
| أزمات القرن العشرين (1929 - 1974 - 1979) | | |
| أولى أزمة اقتصادية عالمية في القرن العشرين | الأسهم | التيار 1929 |
| إفلاس بنك الألمان "هيرستات" بسبب التفاوت في التوقيت بين ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وهي أول مرة يتم فيها التعرف على مفهوم الخطر النظامي. | البنك | أزمة 1974 |
| قام محافظ البنك برفع أسعار الفائدة تدريجيا وكل يوم حسب الحاجة من أجل انتعاش التضخم وهي سياسة نقدية أثبتت نجاحها آنذاك. | البنك المركزي | أزمة 1979 |
| أزمات ثمانينات وتسعينات القرن العشرين | | |
| بعد أحداث 1973 في قطاع البترول، تلاصقت ديون الدول القارية، بالإضافة إلى ذلك لم تشمل القروض في الاستثمار وإنما في تنمية البحر في سواحل المتفرعات مما زاد من حدة وقع أزمة البترول الثانية في 1978 حيث أجبرت هذه الدول على الاستدانة بأسعار فائدة عالية وعلى المدى القصير مما أثقل كاهلها وجاهت أزمة المكسيك كأول رد فعل وسبب الديون العالقة حالة ذعر عالمية. | البنك أسعار الفائدة والأخطار النظامية | 1982 أزمة الديون البنكية |
| توقف نظام التثبيت بينك نيويورك لمدة 28 ساعة بسبب التوقف الكلي لعمليات السحب والدفع للقروض الحكومية مما استعصى التدخل المستجمل للبنك المركزي ب 20 مليار دولار الذي يعتبر سابقة تاريخية. | - بنك نيويورك - خطر نظامي | 1985 |
| بسبب انخفاض قيمة الدولار كعملة صرف ارتفعت أسعار الفائدة للمتعلقة بالمدى الطويل، | - سوق السندات الحكومية ثم سوق الأسهم | التيار 1987 |

| | | |
|--|--|----------------------------------|
| ومع ذلك وصلت أسواق الأسهم بالنمو ولكن عند بلوغ الارتفاع في أسعار الفائدة 400 نقطة جم الامتياز مسجلا أكبر الفجار تاريخي في يوم واحد في بورصة الأسهم وانتهت كذلك بتدخل البنك المركزي الأمريكي. | - خطر نظامي | |
| مع حرب الكويت | - اضطرابات | 1990 |
| 20 سبتمبر 1992 | - النظام الاقتصادي الأوروبي - إعادة اليكفة الفرنسية | 1992 |
| ريادة العملة المكسيكية بالدولار الأمريكي شكل ضمانة وهمية شجعت الاستدانة الأجنبية مما سبب عجز في ميزان المدفوعات استدعى التدخل الأمريكي عاجل لكونه أقرب جيران المكسيك. | - أسعار الفائدة - خطر نظامي | الأزمة الاقتصادية المكسيكية 1994 |
| تمس ما حصل في المكسيك تكبر في تايوان وانتقل إلى دول شرق آسيا. | - البنوك | الأزمة الاقتصادية الآسيوية 1997 |
| أطول أزمة اقتصادية في تاريخ روسيا وشول الاتحاد السوفياتي سابقا وهددت النظام المالي العالمي. | - أسعار الفائدة - خطر نظامي | أزمة 1998 |
| أزمات الألفية الثالثة | | |
| تمتدت المؤسسات على الصبح عن طريق الأزمات دون وضع التوجيهات والترويج بعين الاعتبار سبب أزمة في مارس 2000. | - الأزمات - الأسهم | 2000 |
| تبع عن أحداث 11 سبتمبر 2001، تدمير العديد من الأسواق المالية الدولية بالإضافة إلى تضرر شبكات اتصال حيوية للمنظمة العالمية . وتدخل أيضا البنك المركزي الأمريكي من خلال تخفيض السيولة اللازمة للبنوك المتضررة وبمدة أسرع كامل خوف من الخطر النظامي. وبدوره البنك المركزي الأوروبي قدم أكثر من 130 مليار أورو للبنوك الأوروبية لتفادي الانهيار. | - خطر نظامي | 2001 |
| الأسباب والتحليل في الفصل الرابع من الأطروحة. | - سوق العقار - البنوك والأسهم - خطر نظامي | الأزمة المالية 2007 |

Source : Le Groupe wikipedia, Crise financière.[Online]. dans : wikipedia : the free encyclopedia, disponible sur http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financi%C3%A8re#Typologie_des_m%C3%A9canismes_de_crise_financi%C3%A8re,

الملحق رقم 02: وكالات التصنيف الائتماني

| Standard & Poor's | Fitch | Moody's | الوصف |
|-------------------|-------|---------|---|
| AAA | AAA | Aaa | الأكثر أماناً |
| AA+ | AA+ | Aa1 | جدارة ائتمانية عالية |
| AA | AA | Aa2 | |
| AA- | AA- | Aa3 | |
| A+ | A+ | A1 | جدارة ائتمانية متوسطة إلى عالية |
| A | A | A2 | |
| A- | A- | A3 | |
| BBB+ | BBB+ | Baa1 | جدارة ائتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة |
| BBB | BBB | Baa2 | |
| BBB- | BBB- | Baa3 | |
| BB+ | BB+ | Ba1 | غير استثمارية |
| BB | BB | Ba2 | |
| BB- | BB- | Ba3 | |
| B+ | B+ | B1 | مخاطرة |
| B | B | B2 | |
| B- | B- | B3 | |
| CCC | CCC+ | Caa1 | مخاطرة عالية |
| / | CCC | Caa2 | |
| / | CCC- | Caa3 | |
| / | / | Ca | |
| / | / | C | متعرة |

| | | | |
|-----|---|---|--|
| DDD | / | / | |
| DD | / | / | |
| D | D | / | |

أهم المعلومات عن وكالات التصنيف الثلاثة الكبرى.

| Standard & Poor's | Fitch | Moody's | الشركة |
|--|--------------------------|----------------------|--------------|
| وحدة تابعة لشركة "ماكجرو هيل" المدرجة بسوق نيويورك | وحدة تابعة لشركة "فيلاك" | مدرجة في سوق نيويورك | الملكية |
| 9000 | 2500 | 4000 | عدد الموظفين |

Source : <http://www.argaam.com/Portal/Content/ArticleDetail.aspx?articleid=224560> (30/10/2011)

الملحق رقم 3: المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان 2003-2007.

| 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | |
|----------|----------|----------|----------|---------|---|
| 245 | 227 | 201 | 192 | 161 | عدد الشركات المدرجة |
| 29,214.2 | 21,078.2 | 26,667.1 | 13,033.8 | 7,772.8 | القيمة السوقية (مليون دينار) |
| 12,348.1 | 14,209.9 | 16,871.0 | 3,793.2 | 1,855.2 | حجم التداول (مليون دينار) |
| 50.0 | 58.7 | 69.1 | 15.4 | 7.7 | المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار) |
| 4,479.4 | 4,104.3 | 2,582.6 | 1,338.7 | 1,008.6 | عدد الاسهم المتداولة (مليون) |
| 3,457.9 | 3,442.6 | 2,392.5 | 1,178.2 | 786.2 | عدد العقود المنفذة (بالآلف) |
| 247 | 242 | 244 | 246 | 241 | عدد ايام التداول |
| 91.2 | 101.1 | 94.1 | 58.2 | 49.1 | معدل دوران السهم (%) |
| 7519.3 | 5518.1 | 8191.5 | 4245.6 | 2614.5 | الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة) |
| 3675.0 | 3013.7 | 4259.7 | 2729.1 | 1761.5 | الرقم القياسي لاسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة) |
| 1798.1 | 1608.1 | 2171.0 | 1535.9 | 1117.5 | الرقم القياسي غير المرجح لاسعار الاسهم (نقطة) |
| 1.6 | 1.2 | 3.4 | 10.4 | 72.3 | عدد السندات المتداولة (بالآلف) |
| 3.8 | 1.9 | 3.1 | 6.0 | 11.4 | قيمة السندات المتداولة (مليون دينار) |
| 28.0 | 16.7 | 44.2 | 31.1 | 21.7 | نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرة) |
| 3.0 | 2.9 | 3.2 | 2.7 | 1.9 | نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرة) |
| 1.8 | 2.3 | 1.6 | 1.7 | 2.4 | نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (%) |
| 48.9 | 45.5 | 45.0 | 41.3 | 38.8 | نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (%) |
| 2,825.3 | 1,995.1 | 2,152.2 | 380.3 | 281.1 | شراء غير الاردنيين (مليون دينار) |
| 2,359.1 | 1,814.5 | 1,739.2 | 311.4 | 199.2 | بيع غير الاردنيين (مليون دينار) |
| 466.2 | 180.6 | 413.0 | 68.9 | 81.9 | صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار) |
| 289.0 | 233.9 | 326.6 | 184.7 | 116.8 | القيمة السوقية الى الناتج المحلي (%) |

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2007، ص 78.

الملحق رقم 04: المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان، 2005-2009.

| 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | |
|----------|----------|----------|----------|----------|---|
| 272 | 262 | 245 | 227 | 201 | عدد الشركات المدرجة |
| 22,526.9 | 25,406.3 | 29,214.2 | 21,078.2 | 26,667.1 | القيمة السوقية (مليون دينار) |
| 9,665.3 | 20,318.0 | 12,348.1 | 14,209.9 | 16,871.0 | حجم التداول (مليون دينار) |
| 38.8 | 82.9 | 50.0 | 58.7 | 69.1 | المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار) |
| 6,022.5 | 5,442.3 | 4,479.4 | 4,104.3 | 2,582.6 | عدد الاسهم المتداولة (مليون) |
| 2,964.6 | 3,780.9 | 3,457.9 | 3,442.6 | 2,392.5 | عدد العقود المنفذة (بالالف) |
| 249 | 245 | 247 | 242 | 244 | عدد ايام التداول |
| 91.3 | 91.5 | 91.2 | 101.1 | 94.1 | معدل دوران السهم (%) |
| 2533.5 | 2758.4 | 3675.0 | 3013.7 | 4259.7 | الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة) |
| 5520.1 | 6243.1 | 7519.3 | 5518.1 | 8191.5 | الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة) |
| 1,057.7 | 1,235.5 | 1,798.1 | 1,608.1 | 2,171.0 | الرقم القياسي غير المرجح لاسعار الاسهم (نقطة) |
| 0.8 | 0.4 | 1.6 | 1.2 | 3.4 | عدد السندات المتداولة (بالألف) |
| 2.5 | 0.6 | 3.8 | 1.9 | 3.1 | قيمة السندات المتداولة (مليون دينار) |
| 14.4 | 18.8 | 28.0 | 16.7 | 44.2 | نسبة القيمة السوقية الي العائد (مرة) |
| 1.8 | 2.2 | 3.0 | 2.9 | 3.2 | نسبة القيمة السوقية الي القيمة الدفترية (مرة) |
| 2.8 | 2.5 | 1.8 | 2.3 | 1.6 | نسبة الارباح الموزعة الي القيمة السوقية (%) |
| 48.9 | 49.2 | 48.9 | 45.5 | 45.0 | نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (%) |
| 2,135.5 | 4,219.8 | 2,825.3 | 1,995.1 | 2,152.2 | شراء غير الاردنيين (مليون دينار) |
| 2,139.3 | 3,910.0 | 2,359.1 | 1,814.5 | 1,739.2 | بيع غير الاردنيين (مليون دينار) |
| (3.8) | 309.8 | 466.2 | 180.6 | 413.0 | صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار) |
| 149.6 | 226.3 | 289.0 | 233.9 | 326.6 | القيمة السوقية الي الناتج المحلي (%) |

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2009، ص79.

الملحق رقم 05: المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان 2010-2014

| 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | |
|----------|----------|----------|----------|----------|---|
| 236 | 240 | 243 | 247 | 277 | عدد الشركات المدرجة |
| 18,082.6 | 18,233.5 | 19,141.5 | 19,272.8 | 21,858.2 | القيمة السوقية (مليون دينار) |
| 2,263.4 | 3,027.3 | 1,978.8 | 2,850.3 | 6,690.0 | حجم التداول (مليون دينار) |
| 9.1 | 12.4 | 7.9 | 11.5 | 26.8 | المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار) |
| 2,321.8 | 2,705.8 | 2,384.1 | 4,072.3 | 6,988.9 | عدد الاسهم المتداولة (مليون) |
| 956.0 | 1,074.4 | 975.0 | 1,318.3 | 1,880.2 | عدد العقود المنفذة (بالالف) |
| 249 | 245 | 251 | 247 | 250 | عدد ايام التداول |
| 32.8 | 38.0 | 33.9 | 58.2 | 102.2 | معدل دوران السهم (%) |
| 2165.5 | 2065.8 | 1957.6 | 1995.1 | 2373.6 | الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة) |
| 4237.6 | 4336.7 | 4593.9 | 4648.4 | 5318.0 | الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة) |
| 585.8 | 585.1 | 552.3 | 606.8 | 834.4 | الرقم القياسي غير المرجح لاسعار الاسهم (نقطة) |
| 0.02 | 2.1 | 0.0 | 0.6 | 0.1 | عدد السندات المتداولة (بالألف) |
| 0.02 | 2.0 | 0.0 | 0.6 | 0.1 | قيمة السندات المتداولة (مليون دينار) |
| 15.3 | 14.7 | 15.6 | 22.6 | 26.3 | نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرة) |
| 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرة) |
| 4.2 | 4.6 | 4.6 | 3.3 | 2.7 | نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (%) |
| 48.8 | 49.9 | 51.7 | 51.3 | 49.6 | نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (%) |
| 362.7 | 939.5 | 322.9 | 555.8 | 1,036.6 | شراء غير الاردنيين (مليون دينار) |
| 384.8 | 792.6 | 285.3 | 477.2 | 1,051.2 | بيع غير الاردنيين (مليون دينار) |
| -22.2 | 146.9 | 37.6 | 78.6 | -14.6 | صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار) |
| 75.8 | 83.0 | 93.5 | 102.7 | 122.7 | القيمة السوقية الى الناتج المحلي (%) |

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان، سنة 2014، ص 79.