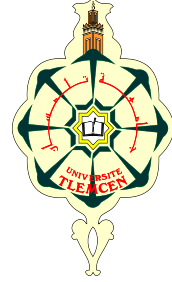
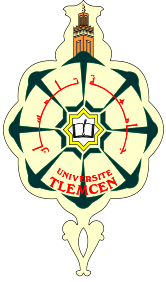


الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان -

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود بنوك و مالية

بعنوان: الأضرار الأساسية والملحقة لأزمة 2008 وارتداداتها:

توقع الأزمات المستقبلية

تحت إشراف:

أ.د. طاوولي مصطفى كمال

إعداد الطالبة:

بن شعيبة فاطمة الزهراء

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د بن بوزيان محمد
مشرفا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. طاوولي مصطفى كمال
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	د. مناقر نور الدين
ممتحنا	جامعة مستغانم	أستاذ محاضر	د. رمضان محمد
ممتحنا	جامعة مستغانم	أستاذ محاضر	د.كبداني سيد أحمد
ممتحنا	المركز الجامعي مغنية	أستاذ محاضر	د. شكوري سيد أحمد

السنة الجامعية: 2018/2017

## تشكرات

في أول الأمر أتوجه إلى المولى عز وجل لأحمده حمدا كثيرا على أنه وهبنا التوفيق والسداد ومنحنا الرشد والثبات وأعانني على كتابة المذكرة وانجازها.

أتقدم بالشكر الجزيل والامتنان العظيم إلى أستاذي "البروفيسور طاوي مصطفى كمال"

لما تفضل به من عطف أبوي ورحابة صدر، وبالعرفان العميق لقاء تحمله عبء الإشراف على المذكرة وما أمدني به من نصح وإرشاد وتوجيهات سديدة.

وأتقدم بخالص الشكر و التقدير للسادة أعضاء لجنة المناقشة الذين ساهموا بوقتهم وتحملوا عنان قراءة المذكرة وقبولهم المناقشة لإخراج هذا العمل إلى بر الأمان

كما أتقدم بخالص الشكر للأستاذ "زغودي أحمد" والأستاذة "قراري أمينة" اللذان سانداني في إتمام هذا العمل داعية الله لهم دوام التوفيق والسداد

كما لا يسعني إلا أن أشكر كل من ساعدني

من قريب أو بعيد

ولو بالسؤال عن مصير هذا البحث.



## إهداء

بكل احترام وتقدير أهدي هذا العمل المتواضع:

إلى من قال فيهما الله تعالى: "وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا"

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما و أطال في عمرهما.

إلى أخي " جمال الدين " و أختي "ريم أمينة" حفظهما الله.

إلى المدللة " مروة"

إلى كل الأهل و الأحباب.....

فاطمة الزهراء

علمي معي حيثما يمت ينفعني

قلبي وعاء له لا بطن صندوق

إن كنت في البيت كان العلم فيه معي

أو كنت في السوق كان العلم في السوق

ديوان الإمام الشافعي

مفاتيح علمية

إن الرأسمالية كتشكيكة اقتصادية اجتماعية مليئة ومكتظة بالتناقضات الاجتماعية والإيديولوجية وخاصة في المرحلة الامبريالية المتقدمة التي وصلت إلى درجة عالية من التطور والتقدم الاقتصادي والتكنولوجي ولكن في نفس الوقت رافقتها ورافقها اليوم مشاكل اقتصادية واجتماعية جد خطيرة وعميقة ومن المعلوم أن وجود هذه المشاكل ليس وليد الصدفة بل هي موضوعية وترجع إلى تفاقم واشتداد حدة الصراع السياسي والاقتصادي والاجتماعي داخل كل مجتمع رأسمالي في كل أنحاء العالم.

إن ظهور الأزمات الاقتصادية والمالية والتي تحمل طابعا شموليا ما هي إلا صفة ملازمة للرأسمالية التي فشلت تماما في إيجاد مخرجا لأزماتها الاقتصادية والمالية المتتالية ومن ثم لجأ منظرو الرأسمالية على استخدام الحرب كأسلوب تخديري لمعالجة مشاكل هذا النظام الذي فشل أخيرا بعد أن أشعلوا الحربين العالميتين الأولى والثانية ثم اخترعوا الحرب الباردة.

إن الأزمة المالية ما هي إلا جزءا هاما من الأزمة الاقتصادية، أما الأزمة الاقتصادية والمالية فهي جزءا من الأزمات العامة التي تعصف اليوم بالرأسمالية ولقد اعترف منظرو الغرب الإمبريالي من أن النظام الرأسمالي اليوم في مرحلة خطيرة ومعقدة حيث تعدى الخطر حدود البلد الواحد بل إنه أخذ طابعا شموليا. والأزمات الاقتصادية أصبحت حقا صفة ملازمة للنظام الرأسمالي ونابعة من الأساس الاقتصادي والاجتماعي له، ولا يمكن مهما أوتى من قوة وقدرة أن يتخلص منها لأنها من الصفات والسمات التي وجدت مع وجود هذا النظام ومن ثم فشل هذا النظام في إيجاد حلول جذرية لهذه الأزمات التي تعصف به منذ أن ظهر ونرى أن زوال هذا النظام سوف يؤدي إلى تخلص شعوب العالم من الأزمات التي دائما ما تصدر غليها من الدول الصناعية الغربية وسوف يعم الأمن والاستقرار الاقتصادي.

من الملاحظ أن الأزمات الاقتصادية والمالية ما وقعت بشكل مكثف إلا في أقوى البلدان الرأسمالية الصناعية المتطورة فعلى سبيل المثال في سنة 1825 حلت الأزمة في الإمبريالية البريطانية وتركزت في القطاع الصناعي حيث انخفض إنتاجه بنسبة 70% وذلك نتيجة توقف معظم المصانع والمعامل الأمر الذي ترك أثرا سلبيا على المستوى المعيشي للغالبية العظمى من المواطنين.

والملاحظ أن العولمة تنبع من الأساس الاقتصادي للرأسمالية وهو الأساس الذي يقوم على عولمة الإنتاج والتوزيع ومن ثم ينعكس في صورة تجارة دولية حرة متعددة الأطراف كما ينعكس في إنتاج وتوزيع دوليين تقوم بهما شركات متعددة الجنسيات تنشط في نطاق عالمي ومؤسسات مالية وتجارية دولية متمثلة في البنك الدولي، صندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية بالإضافة إلى تكامل اقتصادي إقليمي ودولي واسع النطاق. وبهذه الأدوات والمؤسسات والبنوك تفقد الدولة الإدعاء بسياسة اقتصادية وسياسية لتنمية البلاد مستقلة عن السياسات المماثلة في الدول المتقدمة والمهيمنة على الاقتصاد العالمي وهكذا تصبح

استراتيجيات الإدارة الاقتصادية المحلية غير فعالة عمليا ومن ثم تفرض قوى السوق من خلال الشركات المتعددة الجنسيات والمنظمات الدولية الحاكمة انسجاما وتطابقا بين جميع الأقطار مهما كانت مواقعها وتفضيلاتها. إذن جوهر العولمة هو الانعكاس لتكامل اقتصادي عالمي متزايد في أسواق السلع والخدمات ورأس المال وهذا من وجهة نظر الدول الرأسمالية الكبرى والو.م.أ على وجه الخصوص.

ومن جهة أخرى يعتبر التمويل أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد باعتباره يضمن سير النشاط الاقتصادي. ومصادر التمويل متعددة منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي ، والأسواق المالية تعمل على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرحها لأوراق مالية مختلفة.

فعلى الرغم من الأهمية التي تولها البورصة في تمويل النشاطات الاقتصادية لتحقيق النمو الاقتصادي إلا أن التطورات الحادثة في النظام المالي والعالمي الجديد وما أفضى إليه من انفتاح الأسواق المالية وتحرير حركة رؤوس الأموال نجم عنه أزمات مالية قاسية عصفت بالعديد من الأسواق الناشئة وانتقلت أصدائها في ظل تقنيات الاتصال الحديثة لتشمل العديد من دول العالم حيث أن البورصة عند انهيارها تحدث الأزمة وتقضي على اقتصاد البلد برمته.

فأول أزمة اقتصادية عالمية كانت سنة 1929م، تبعتها آثار عنيفة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي على حد سواء، وأعقب ذلك حرب عالمية ثانية يرى الكثيرون أنها من نتائجها. و بعد هذا، عرفت الرأسمالية انتعاشا والتي عرفت بسنوات الرخاء(المجيدة)، لتضطرم بعدها بأزمة اقتصادية هيكلية من نوع جديد سببها الذهب الأسود (1973). وهكذا دخل العالم في أزمات عديدة نشأت هنا وهناك تنوعت بين صدمات نفطية 1979 و 1986 و مالية سنة 1987-1989، مروراً ببعض الأزمات المالية المحلية في عديد دول العالم مثل الأزمة الآسيوية 1997 التي أخذت بعدا إقليميا وكانت من أعنف الأزمات التي ضربت الاقتصاديات الناشئة.

وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال الفترة 1980-2001، تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية حادة، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالميا، خصوصا مع زيادة عمليات التحرير المالي، وصولا إلى الأزمة المالية العالمية سنة 2008 واعتبرت الأسوأ من نوعها منذ الكساد العظيم سنة 1929.

كان سبب هذه الأزمة هو تفاعل عدة عوامل منها هيكلية متعلقة بالنظام الرأسمالي كتوسع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد الرمزي بالإضافة إلى أسباب ظرفية تمثلت في القروض عالية المخاطر.

وبالنسبة لتداعيات الأزمة عالميا هناك تأثير الدول المتقدمة و في مقدمتها الولايات المتحدة و الإتحاد الأوروبي اللذان شهدوا ركوداً اقتصاديا لم يشهده منذ الحرب العالمية الثانية، و معدلات بطالة مرتفعة وصلت في إسبانيا إلى 17% سنة 2009، أما بالنسبة للدول النامية فالتأثير كان ليس ضعيفا و إنما أقل حدة من الدول المتقدمة، فقد حققت الصين و الهند معدلات نمو عالية و لكن التأثير الأكبر شمل جهود التنمية التي بذلت في الدول قبل وقوع الأزمة العالمية و التي تأثرت بانخفاض مستوى التحويلات المالية و المساعدات المالية المقدمة للدول الفقيرة و شح الموارد المالية للدول المانحة، و انخفاض العائدات التصديرية. وهكذا تمكنت الدول التي تمتلك فوائض مالية كالو.م.أ و الدول الأوروبية و بعض من الدول الآسيوية من مواجهة الأزمة في ظروف حسنة والتخفيف من آثارها السلبية في المدى المتوسط على الأقل. إلا أن الأزمة المالية العالمية كانت عميقة وكبيرة جدا حيث أن الدول لم تخرج تماما منها حيث حدثت موجات ارتدادية انفجرت والدليل على ذلك أزمة اليونان وما سببته من انخفاض في أسعار الأسهم في الأسواق الأوروبية والأمريكية بشكل حاد مع انهيار اقتصاد اليونان، إضافة إلى الأزمة الأسبانية وأزمة الديون السيادية الأوروبية والأمريكية.

### الإشكالية:

من خلال هذه الديباجة يمكن طرح الإشكالية التالية:

كيف أمكن لأزمة الرهن العقاري التي حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية أن تؤثر على الأسواق المالية العالمية؟ وما مدى عمقها؟ وماهي الإجراءات التصحيحية لتوقع الأزمات والوقاية منها؟

### الفرضيات:

- النظام الرأسمالي هو مصدر دورة الأزمات.
- العولمة المالية سبب انتشار الأزمات.

### دوافع اختيار الموضوع:

يندرج موضوع البحث في إطار المواضيع المتجددة خصوصا مع توالي الأزمات وخاصة ما حدث في الآونة الأخيرة الأزمة المالية العالمية و موجاتها الارتدادية مثل أزمة اليونان وأزمة الديون السيادية ، حيث أثير النقاش كثيرا حول كيفية التوجه نحو الانتعاش وماهي الإجراءات التصحيحية لتوقع الأزمات والوقاية منها.

### أهمية الدراسة:



تتبع أهمية الموضوع من الأثر الذي تسببه الأسواق المالية عندما يحدث بها انهيارات مالية وبالتالي حدوث أزمات مالية خصوصا في ظل العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي، والأضرار الناتجة عن ذلك سواء كانت أساسية وذلك بانتشار الأزمات في الأسواق المالية العالمية، أو ملحقة التي تمس كل الاقتصاديات. إضافة إلى اقتراح إجراءات تصحيحية لتوقع الأزمات والوقاية منها.

### أهداف الدراسة:

- التعرف على دورة البورصة والدورة الاقتصادية
- التعرف على خصائص ومصادر حدوث الأزمات المالية العالمية.
- التعرف على أسباب انتشار الأزمة المالية العالمية في الأسواق المالية العالمية، وكيفية التحاقها بمختلف الاقتصاديات.
- محاولة استخدام نموذج قياسي للتنبؤ بالأزمات ومدى تأثيرها على العوائد في الأسواق المالية.
- التعرف على الحلول التي تم اتباعها للخروج من الأزمة المالية العالمية.
- محاولة اقتراح شروط وإجراءات تصحيحية لتوقع الأزمات والوقاية منها

### منهج الدراسة:

بالنسبة لمنهج الدراسة سوف يتم اعتماد المنهج الوصفي فيما يتعلق بجمع المعلومات عن الجوانب النظرية المتعلقة بكل من البورصة، النمو الاقتصادي وأنواع الأزمات والدورات الاقتصادية، إضافة إلى اعتماد المنهج التاريخي التحليلي فيما يتعلق بسرد أهم الأزمات المالية التي شهدتها العالم، مع تحليل أزمة 2008 وآثارها الأساسية والملحقة التي شملت كل الاقتصاديات في دول العالم، حيث امتدت الأزمة وتعمقت بحدوث موجات ارتدادية، كما سيتم تحليل مؤشرات التعافي والانتعاش ومؤشرات توقع الأزمات وماهي الإجراءات التصحيحية لها بغية الوقاية من الأزمات. كما سيتم اعتماد المنهج التحليلي لإعداد الدراسة التطبيقية باستخدام نموذج قياسي.

### محتويات الدراسة:

- للإجابة على الإشكالية أعلاه و اختبار الفرضيات موضوع الدراسة سوف نتناول الموضوع في أربعة فصول.
- الفصل الأول نتناول فيه الجوانب النظرية المتعلقة بكل من البورصة، النمو الاقتصادي والأزمات، وذلك من خلال مبحثين: حيث يتناول في المبحث الأول أساسيات حول النمو الاقتصادي، مؤشرات ونظرياته وكذلك مؤشرات تنمية البورصة

دورة البورصة والدورة الاقتصادية مع تناول الدراسات السابقة ونماذج عن بعض البورصات. أما المبحث الثاني خصص للجوانب النظرية المتعلقة بالأزمات على مر الفكر الاقتصادي والنموذج الرأسمالي، أنواعها والنظريات التي فسرتها.

- الفصل الثاني نتناول فيه تاريخ الأزمات المالية في العالم وذلك من خلال مبحثين: حيث يتناول المبحث الأول ترتيب الأزمات المالية خلال القرن التاسع عشر وما قبله وأزمات القرن العشرين من أزمة الكساد الكبير 1929، أزمة 1987 و1989، أزمة الاقتصاد المكسيكي 1994 و الأزمة المالية الآسيوية 1997 وأزمة الاقتصاد الروسي 1998. أما المبحث الثاني يتناول ترتيب الأزمات في القرن الواحد والعشرين من أزمة فقاعة الإنترنت 2000 وأزمة الاقتصاد الأرجنتيني والأزمة المالية التركية إضافة إلى الأزمة المالية العالمية 2008.

- الفصل الثالث نتناول فيه الأضرار الأساسية والملحقة لأزمة 2008 وارتداداتها وذلك من خلال ثلاث مباحث: حيث يتناول المبحث الأول الأضرار الأساسية أي انتشار الأزمات في الأسواق المالية في ظل العولمة والتحرير المالي مع التطرق لنماذج العدوى وكيفية اختيار مختلف البورصات في بلدان العالم. المبحث الثاني خصص للأضرار الملحقة أي تداعيات الأزمة على مختلف الاقتصاديات في الو.م.أ، الدول الأوروبية وبعض الدول في آسيا وأمريكا اللاتينية والدول العربية. أما المبحث الثالث يتناول ارتدادات الأزمة المالية العالمية من أزمة اليونان، الأزمة الإسبانية وأزمة الديون الأوروبية والأمريكية ومن جهة أخرى الدراسات السابقة المتعلقة بالأزمات.

- الفصل الرابع نتناول فيه توقع الأزمات، الحلول والانتعاش وذلك من خلال ثلاث مباحث، فبعد ما نتناول الدراسات السابقة المتعلقة من جهة بالبورصة والنمو الاقتصادي ومن جهة أخرى نتناول دراسات متعلقة بالأزمات والتي مفادها أنه بعدما نتطرق للفصول الثلاثة حول الجوانب النظرية لكل من البورصة والنمو الاقتصادي والأزمات وحتى الأزمة الأخيرة وأضرارها وارتداداتها، نتأكد من العلاقة حول البورصة بين النمو الاقتصادي والأزمات. فالمبحث الأول نتناول فيه دراسة تطبيقية لتوقع الأزمات باستخدام نموذج GARCH، أما المبحث الثاني من هذا الفصل نتناول فيه مواجهة الأزمة المالية العالمية دولياً وأهم القمم العالمية التي عقدت لبحث كيفية مواجهتها. أما المبحث الثالث نتناول مؤشرات الاتجاه نحو الانتعاش وملاحمه في كل من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة إضافة إلى الشروط المستحدثة لصندوق النقد الدولي لتوقع الأزمات والوقاية منها مع تبيان أهم الإصلاحات وشروط تفادي الأزمات.











# الفصل الأول

## البورصة، النمو الاقتصادي والأزمات



## مقدمة الفصل الأول

يتسم المجتمع بالنشاطات الاقتصادية والهدف الرئيسي من هذه النشاطات هو إشباع الحاجات الإنسانية وتمثل قدرة أي اقتصاد في ناتجه الوطني المحقق، حيث أن زيادة الناتج الوطني مع إمكان تحقيق زيادة في مستوى دخل الفرد وبالتالي تحسين الوضع الاجتماعي، كل هذا يدل على أن الدولة وصلت إلى وضع اقتصادي يمكنها من الاستمرار بشكل تلقائي في توجيه قدر من فائضها نحو النمو الاقتصادي.

والأزمات المالية والاقتصادية تعد واحدة من أهم الظواهر الاقتصادية التي تترك تأثيراً عميقاً على حركة النشاط الاقتصادي وعلى العلاقات الاقتصادية الدولية هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعتبر التمويل أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد باعتباره يتضمن طريقة التي يريد بها الأشخاص توزيع الموارد المالية النادرة في حين الحاجة إليها ويضمن سير النشاط الاقتصادي. فمصادر التمويل متعددة منها التمويل المباشر من خلال الأسواق المالية حيث تعمل على جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

ولكن على الرغم من الأهمية التي تولها البورصة في تمويل النشاطات الاقتصادية لتحقيق النمو الاقتصادي إلا أن التطورات الحادثة في النظام المالي والعالمي الجديد وما أفضى إليه من انفتاح الأسواق المالية وتحرير حركة رؤوس الأموال نجم عنه أزمات مالية قاسية.

لكن قبل أن نتطرق لتفاصيل هذه الدورة الاقتصادية سنحاول في هذا الفصل التطرق لأهم الأساسيات المتعلقة بكل من النمو الاقتصادي، البورصة والأزمات وذلك في مبحثين:

- المبحث الأول نتناول فيه البورصة والنمو الاقتصادي وذلك بالتطرق بكل الأساسيات المتعلقة بالنمو الاقتصادي ونظرياته ومؤشراته هذا من جهة ومن جهة أخرى نتناول الأساسيات المتعلقة بالبورصة، تقسيمها وظائفها وكيفية تداول الأوراق المالية المتداولة فيها بالإضافة إلى دورة البورصة والدورة الاقتصادية وبعض الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع.
- المبحث الثاني نتناول فيه الأزمات والدورات الاقتصادية وذلك بالتطرق لكل المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأزمة عبر الفكر الاقتصادي وأنواعها وقنوات انتشارها إضافة إلى النظريات التي فسرتها من نظرية الدورة الاقتصادية ونظرية الإفراط في الإنتاج ورؤوس الأموال.

المبحث الأول : البورصة والنمو الاقتصادي

إن النمو الاقتصادي في مدلوله يرمي إلى أن الدولة وصلت إلى وضع اقتصادي يمكنها من الاستمرار بشكل تلقائي في توجيه قدر ملائم من فائضها نحو النمو الاقتصادي و البورصة تولى أهمية في تمويل النشاطات الاقتصادية لتحقيق النمو الاقتصادي، حيث أننا سنتناول في هذا المبحث لأهم الأساسيات المتعلقة بالبورصة والنمو الاقتصادي وذلك على النحو التالي:

أولاً: أساسيات حول النمو الاقتصادي

ثانياً: أساسيات حول البورصة،وظائفها وشروط كفاءتها

ثالثاً: نماذج عن بعض البورصات

رابعاً: مؤشرات تنمية البورصة

خامساً : دورة البورصة والدورة الاقتصادية

سادساً: دراسات حول العلاقة بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي

سابعاً: الدراسات السابقة بالبورصة والنمو الاقتصادي.

أولاً : أساسيات حول النمو الاقتصادي:

### 1. تعريف النمو الاقتصادي :

يقصد بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل القومي، بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي.<sup>1</sup>

كما يتعين التأكيد على النقاط التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد عبد العزيز عجمية ، إيمان عطية ناصف ، علي عبد الوهاب نجا - التنمية الاقتصادية : دراسة نظرية وتطبيقية - الدار الجامعية - الإبراهيمية ، مصر - سنة 2006 - ص 73 .

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق - ص ص : 73 - 75 .

- أن النمو الاقتصادي لا يعني فقط حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي ، بل لابد وان يترتب عليه زيادة في دخل الفرد الحقيقي ، بمعنى أن معدل النمو لابد و أن يفوق معدل النمو السكاني. و كثيرا ما يزيد إجمالي الناتج المحلي في بلد ما إلا أن نمو السكان بمعدل أعلى يحول دون زيادة متوسط دخل الفرد . فعلى الرغم من زيادة الناتج المحلي في هذا البلد إلا انه لم يحقق نموا اقتصاديا. ووفقا لذلك فان

معدل النمو الاقتصادي = معدل نمو الدخل القومي - معدل النمو السكاني

- إن الزيادة التي تتحقق في دخل الفرد ليست زيادة نقدية فحسب بل يتعين أن تكون زيادة حقيقية، أي لابد من استبعاد اثر التغير في قيمة النقود، أي لابد من استبعاد معدل التضخم و على ذلك فان

معدل النمو الاقتصادي الحقيقي =معدل الزيادة في دخل الفرد النقدي - معدل التضخم

- إن الزيادة التي تتحقق في الدخل لابد أن تكون على المدى الطويل و ليست زيادة مؤقتة سرعان ما تزول بزوال أسبابها.

## 2. مفاهيم متعلقة بالنمو الاقتصادي :

### أ. التخلف:

يظهر التخلف الاقتصادي عادة بعد مدة طويلة من النمو، و يميزه انخفاض حجم النشاط الاقتصادي، أي نقص الناتج الوطني كما يمكن أن يكون التخلف مرافق للتطور الاقتصادي إذا كان معدل انخفاض الدخل الوطني اقل من معدل انخفاض السكان و يحكم على بلد انه مختلف بالاعتماد على الخصائص التالية<sup>1</sup>:

- انخفاض متوسط الدخل الفردي الحقيقي

- خصائص عناصر الإنتاج

- خصائص النشاط الاقتصادي

ففي الدول المتخلفة يكون الدخل الفردي الحقيقي ضعيف إضافة إلى اتسام الإنتاج بالاعتماد على اليد العاملة غير المؤهلة، وكذا تركز النشاط الاقتصادي في الزراعة و بيع المواد الأولية.

1 - عبد الحكيم سعيح - الناتج الوطني والنمو الاقتصادي ، دراسة اقتصاد قياسية للنمو ، حالة الجزائر (1974 - 1999) - رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف : لعلاي علاوة ت كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة الجزائر - 2001/2000 - ص 26.

ب. التنمية الاقتصادية:

تعرف التنمية الاقتصادية على أنها تقدم المجتمع عن طريق استخدام إنتاجية أفضل و رفع مستويات الإنتاج من خلال تنمية المهارات و الطاقات البشرية و خلق تنظيمات أحسن. هذا فضلا عن زيادة رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن و من ثم فإن التنمية الاقتصادية تنطوي ليس فقط على تغييرات اقتصادية معينة بل تتضمن كذلك تغييرات هامة في المجالات الاجتماعية و الهيكلية و التنظيمية<sup>1</sup>.

ت. التقدم الاقتصادي:

إن قياس النمو الاقتصادي ماهو إلا قياس كلي لزيادة السلع و الخدمات المنتجة في فترة معينة مقارنة بالفترة السابقة، أما التقدم الاقتصادي فهو الزيادة بين فترة و أخرى لمتوسط الناتج الحقيقي، متوسط الدخل الحقيقي و متوسط الاستهلاك الحقيقي للسكان<sup>2</sup>.

فالتقدم الاقتصادي يعبر عن مجموع التحسنات في الميدان الاقتصادي و الاجتماعي المرافقة للنمو.

ث. الفرق بين النمو و التنمية<sup>3</sup>:

إن النمو الاقتصادي هو معدل النمو في الناتج القومي الإجمالي خلال فترة زمنية معينة كما انه عبارة عن مجرد ارتفاع في دخل الفرد الحقيقي خلال فترة محدودة دون أن يصاحب ذلك أي تغييرات بنيانية.

في حين أن التنمية الاقتصادية تعتبر عملية يزداد بواسطتها الدخل القومي الحقيقي للنظام الاقتصادي خلال فترة زمنية طويلة نسبيا و يتبع هذا النمو زيادة في الدخل القومي و في نصيب الفرد و من خلال ذلك تتحسن أوضاع المواطنين و تزيد قدرات الاقتصاد القومي يصاحب ذلك تغييرات بنيانية تتمثل في زيادة التراكم الرأسمالي و ترتفع معه نسبة مستويات الكفاءة الاقتصادية للمجتمع ككل، فالتنمية الاقتصادية عملية مستدامة.

1 - محفوظ جبار ، عديلة مريم ، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية ، دراسة حالة بعض الأسواق العربية ، مجمع أعمال الملتقى الدولي حول السوق المالي ، جامعة عنابة 2008.

2 - عبد الحكيم سعيح - مرجع سبق ذكره - ص 28.

3 - محمد نبيل الشيمي - التنمية الاقتصادية في الدول النامية ووسائل تمويلها - على الموقع الإلكتروني :

([http:// www.ahewar.org/debat/show.art-asp?aid=160291\(26/01/2010\)](http://www.ahewar.org/debat/show.art-asp?aid=160291(26/01/2010)))

### 3. نظريات النمو الاقتصادي:

للمنمو الاقتصادي مجموعة نظريات تفسره يمكن أن نوردتها كما يلي<sup>1</sup>:

#### أ. نظرية النمو الكلاسيكية:

رغم الاختلاف في بعض الآراء فيما بين الاقتصاديين الكلاسيك (ادم سميث، كارل ماركس، روبرت مالتوس، دافيد ريكاردو...) لكن هناك آراء عديدة متفق عليها فيما بينهم بخصوص نظرية النمو الاقتصادي. فقد حاول الاقتصاديون الكلاسيك اكتشاف أسباب النمو طويل الأجل في الدخل القومي و العملية التي تمكن النمو من أن يتحقق، و من ابرز أفكارهم في مجال النمو الاقتصادي ما يلي:

- اعتقد الكلاسيك أن الإنتاج هو دالة لعدد من العوامل و هي: العمل، رأس المال، و الموارد الطبيعية و التقدم التكنولوجي. و التغيير في الإنتاج (النمو) يتحقق عندما يحصل تغير في احد هذه العوامل أو جميعها. فحسب الكلاسيك يرون أن القوى الدافعة للنمو الاقتصادي تتمثل بتقدم الفن الإنتاجي و عملية تكوين رأس المال (الاستثمار). و أن تكوين رأس المال يعتمد على الأرباح و أن التقدم التكنولوجي لا يتم إلا من خلال تكوين رأس المال.
- اعتقد الكلاسيك بوجود علاقة بين النمو السكاني و التراكم الرأسمالي حيث أكدوا بان تزايد التراكم الرأسمالي يؤدي إلى تزايد حجم السكان و في نفس الوقت فان تزايد حجم السكان من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكوين رأس المال.
- اتجاه الأرباح نحو الانخفاض: إذ يقولون أن الأرباح لا تزداد بشكل مستمر بل تتجه إلى الانخفاض عندما تشتد المنافسة لزيادة التراكم الرأسمالي و السبب طبقا لآدم سميث هو زيادة الأجور الناجمة عن المنافسة فيما بين الرأسماليين. يعتقد الكلاسيك بأنه عند وجود السوق الحرة فان اليد الخفية من شأنها أن تعظم الدخل القومي.
- إن كل مفكري النظرية الكلاسيكية يتصورون ظهور حالة الركود و الثبات كنهاية لعملية التراكم الرأسمالي و ذلك بسبب ندرة الموارد الطبيعية و المنافسة فيما بين الرأسماليين.
- أكد الكلاسيك على الأهمية الكبيرة للبيئة الاجتماعية و المؤسسية المواتية للنمو ، وهذه تشمل نظام اجتماعي إداري و حكومة مستقرة و مؤسسات تمويلية منظمة و نظام كفو للإنتاج ، وهناك حاجة لتحرير الناس من التقاليد القديمة و المواقف و الخرافات و تحديد حجم العائلة.

<sup>1</sup> - مدحت القرشي - التنمية الاقتصادية - دار وائل - عمان ، الأردن - الطبعة 1 - سنة 2007 - ص ص : 55 - 82

## ب. النظرية الكلاسيكية المحدثة :

في الثلث الأخير من القرن 19 (1870) تغير الموضوع المركزي للاقتصاد من نمو الثروة في الأمد الطويل إلى دور التغير الحدي في التوزيع الكفاء للموارد. وأصبح مفهوم المنفعة الحدية هو المفهوم الرئيسي للاقتصاد الكلاسيكي المحدث والذي طوره كل من جيفونس ومنقار وفالراس. وقد ركز هؤلاء الاقتصاديون على دور الطلب المستند إلى المنفعة الحدية في تحديد قيمة السلع بدلا من دور العرض المستند إلى نفقة الإنتاج كما زعم الاقتصاديون الكلاسيك. ثم جاء من بعد ذلك ألفرد مارشال والذي جمع كلا من جانب الطلب وجانب العرض لتحديد التوازن والقيمة كما أضاف إلى أفكار هذه المدرسة العديد من الأفكار المهمة الأخرى لتتحول بعدها إلى ما عرف بالنظرية الكلاسيكية المحدثة.

وتبرز عملية تكوين رأس المال في النظرية الكلاسيكية المحدثة كأحد أهم ما جاءت به هذه النظرية من حيث علاقة ذلك بالنمو الاقتصادي حيث تم افتراض إمكانية إحلال بين رأس المال والعمل وبذلك تحررت نظرية تكوين رأس المال من نظرية السكان.

وترى هذه النظرية أن تكوين رأس المال يعتمد على الادخار الذي يتحدد من خلال سعر الفائدة ومستوى الدخل، في حين يتحدد الاستثمار بسعر الفائدة وبالإننتاجية الحدية لرأس المال، ومن العوامل الأخرى المشجعة لتوسيع الإنتاج هي السكان والتكنولوجيا والتجارة الدولية. وأن التنمية عملية مستمرة تدريجية وتراكمية. وبخصوص النمو الاقتصادي فإن النظرية تتضمن ثلاثة أفكار رئيسية وهي:

- في الأمد الطويل يتحدد معدل نمو الإنتاج بمعدل نمو قوة العمل في الوحدات الكفاءة (أي بمعدل نمو قوة العمل + معدل نمو إنتاجية العمل) وأن معدل النمو مستقل عن معدل الادخار ومعدل الاستثمار. ويعود ذلك إلى أن المعدل الأعلى من للادخار أو الاستثمار يتم تعويضه من قبل معدل أعلى لنسبة رأس المال للنتائج ( $K/Y$ ) أو معدل أوطأ لإنتاجية رأس المال ( $V/K$ ) وذلك بسبب الفرضية الكلاسيكية المحدثة الخاصة بتناقص عوائد رأس المال.
- أن مستوى دخل الفرد يعتمد على معدل الادخار والاستثمار لذلك لأن معدل دخل الفرد يتغير إيجابيا مع معدل الادخار والاستثمار وسلبيا مع معدل نمو السكان.
- عند وجود تفضيلات معطاة للادخار (بالنسبة للاستهلاك) والتكنولوجيا (دالة الإنتاج) لدى بلدان العالم، سوف تكون هناك علاقة سالبة لدى البلدان المذكورة فيما بين ( $K/L$ ) و ( $V/K$ ) بحيث أن البلدان الفقيرة التي تملك كميات قليلة من رأس المال للفرد. الأمر الذي يقود إلى تلاقي بين معدلات دخل الفرد ومستويات المعيشة فيما بين بلدان العالم المختلفة.

ت. نظرية النمو الكينزية (نموذج هارود-دومار):

لقد كان النمو الاقتصادي سريعاً ومنتظماً قبل الثلاثينات من القرن 20م ، ولم تتخله أية مشكلات حتى جاء الركود الاقتصادي والذي سمي بالكساد العظيم خلال الفترة (1930-1939) والفترة التي تلت الحرب العالمية 02 ، لذلك بدأ الاهتمام بمسألة النمو الاقتصادي وذلك بسبب الثورة الكينزية في نظرية الدخل من جهة وبروز مشكلة الفقر بشكل واسع من جهة أخرى. واعتبر كينز أن قصور الطلب هو جوهر المشكلة الرأسمالية وأن الاستثمار هو دالة لسعر الفائدة ، وأن الادخار هو دالة للدخل. وأكد كينز بأن دالة الإنتاج تعتمد على حجم العمل المستخدم. والنموذج الكينزي الأصلي يركز على القصور في الطلب ويؤشر احتمال حصول توازن اقتصادي عند مستوى أقل من مستوى الاستخدام الكامل. وقد ركز كينز اهتمامه على الاستقرار الاقتصادي أكثر من اهتمامه بالنمو، وتعامل نموذج مع تحديد مستوى الدخل في المدى القصير جداً. وبموجب التحليل الكينزي فإن توازن الدخل والإنتاج (في الاقتصاد المغلق) هو عندما يتساوى الاستثمار المخطط مع الادخار المخطط.

❖ نموذج هارود - دومار (نموذج ما بعد كينز): يعتبر هذا النموذج توسعة لتحليلات التوازن الكينزية ، ويستند هذا النموذج على تجربة البلدان المتقدمة ويبحث في متطلبات النمو المستقر في هذه البلدان. وقد توصل النموذج إلى استنتاج مفاده أن للاستثمار دوراً رئيسياً في عملية النمو.

وقد ركز هذا النموذج على العلاقة بين الادخارات والاستثمارات والنتائج. ويوضح النموذج العلاقة بين النمو والبطالة في المجتمعات الرأسمالية ، إلا أن هذا النموذج قد اتخذ بشكل مكثف في البلدان النامية كوسيلة مبسطة للنظر في العلاقة بين النمو ومتطلبات رأس المال. ويؤكد النموذج بأنه للحفاظ على مستوى توازن الدخل الذي يضمن الاستخدام الكامل من سنة لأخرى ، من الضروري أن ينمو الدخل الحقيقي والإنتاج بنفس المعدل الذي بموجبه تتوسع الطاقة الإنتاجية لتخزين رأس المال ويستند النموذج على عدد من الافتراضات أهمها:

- ابتداءً هناك توازن الاستخدام الكامل
- الاقتصاد مغلق
- الميل المتوسط للادخار يساوي الميل الحدي للادخار
- الميل الحدي للادخار يبقى ثابتاً.

- معدل رأس المال الناتج ( $K/Y$ ) يبقى ثابتا.
- أن المستوى العام للأسعار يبقى ثابتا.
- الأسعار تبقى ثابتة وكذلك أسعار الفائدة.
- والافتراض الأساسي للنموذج هو أن الإنتاج يعتمد على كمية رأس المال ( $K$ ) المستثمر في الوحدة الإنتاجية.

فالمعادلة الأساسية التي توصل إليها النموذج تتمثل في :  $g = s/k$

$g$  : معدل النمو للناتج.

$S$  : معدل الادخار  $s=S/Y$

$K$  : المعامل الحدي لرأس المال/الناتج

ومن هنا يمكن لمعدل النمو أن يزداد إما من خلال رفع نسبة الادخارات في الدخل القومي أو بتخفيض معامل رأس المال /الناتج (أي زيادة الكفاءة الإنتاجية لرأس المال).

ث. نظرية النمو الجديدة(الداخلية):

إن النظرية الكلاسيكية المحدثة ترجع معظم النمو الاقتصادي إلى عمليات خارجية مستقلة للتقدم التكنولوجي وقد ازدادت المعارضة للنماذج الكلاسيكية المحدثة في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات ، ولم تنجح هذه النظرية في تفسير التباعد أو الاختلافات الكبيرة في الأداء الاقتصادي فيما بين البلدان المختلفة. الأمر الذي دفع إلى ظهور نظرية جديدة هي نظرية النمو الجديدة(الداخلية).

فنظرية النمو الجديدة توفر اطارا نظريا لتحليل النمو الداخلي ، النمو المستمر للناتج الذي يتحدد من قبل النظام الخاص بعملية الإنتاج. وباختصار فإن منظري النمو الداخلي يحاولون تفسير العوامل المحددة لمعدل نمو الناتج المحلي والذي لم يتم تفسيره بأنه يتحدد خارجيا في معادلة النمو لدى سولو والذي يعرف بمتبقي سولو. وأول من ابتدأ النماذج لهذه النظرية هما: ليكاس وبول رومار في 1986.

ويفترض نموذج نظرية النمو الجديدة وجود وفورات خارجية مترافقة مع تكوين رأس المال البشري والتي تمنع الناتج الحدي لرأس المال من الانخفاض. فأول اختبار للنظرية الجديدة هو التأكد فيما إذا كانت هناك علاقة سالبة بين نمو الإنتاج وبين



المستوى الأولي لمعدل دخل الفرد. فإذا وجدت مثل هذه العلاقة فإنها تشكل تأييدا للنموذج الكلاسيكي المحدث، وبعبكسه فإنها تؤيد النظرية الجديدة للنمو التي تقول بأن الإنتاجية الحدية لرأس المال لا تميل إلى الانخفاض.

وقد تم اختبار نموذج الانحدار البسيط لتقدير المعادلة التالية:  $gi = a + b1(pcy)$

**gi** : معدل نمو الإنتاج للفرد بالنسبة للبلد (i) لعدد من السنوات.

**pcy** : المستوى الأولي من معدل دخل الفرد.

فإذا وجد بأن المعامل (b1) معنوي وسالب فإنه سيكون دليلا على الالتقاء الذي يفترضه النموذج الكلاسيكي المحدث، إلا أن الدراسات لم تثبت وجود الالتقاء حيث أن المعامل المذكور كان معنويا وموجبا مما يشير إلى حالة عدم الالتقاء والتباعد.

ويتعزز موقف النظرية الجديدة إذا وجدنا بأن التعليم وكذلك البحث والتطوير يمنعان إنتاجية رأس المال الحدية من الانخفاض مما ينتج عنه افتراق حقيقي فيما بين أداء اقتصاديات البلدان المختلفة. وقبل أن نستنتج رفض النموذج الكلاسيكي المحدث يجب أن نتذكر بأن استنتاج النموذج المذكور حول الالتقاء يفترض بأن معدل الادخار ومعدل الاستثمار ومعدل نمو السكان والتكنولوجيا وكل العوامل التي تؤثر على إنتاجية العمل متساوية فيما بين دول العالم. وحيث أن مثل هذه الفرضيات ليست صحيحة فلا يمكن أن يكون هناك التقاء غير مشروط، بل يمكن أن يكون هناك التقاء مشروطا إذا افترضنا ثبات كل العوامل المؤثرة في نمو معدل دخل الفرد بما فيها نمو السكان (p) ومعدل الاستثمار (I/Y) ومتغيرات تؤثر في إنتاجية العمل مثل التعليم والبحوث والتطوير والتجارة وكذلك الاستقرار السياسي.

#### 4. عناصر النمو الاقتصادي:

تتمثل عناصر النمو الاقتصادي أساسا في العمل ورأس المال والتقدم التكنولوجي<sup>1</sup>:

أ. **العمل** : يقصد بالعمل مجموع القدرات الفيزيائية والثقافية التي يمكن للإنسان استخدامها في إنتاج السلع والخدمات الضرورية لتلبية حاجياته. وحجم العمل مرتبط بعدد السكان النشيطين في البلد وكذا بعدد ساعات العمل التي يبذلها كل عامل، هذا من جهة ومن جهة أخرى بإنتاجية عنصر العمل التي يقصد بها حاصل قسمة

1 - عبد الحكيم سعيح - مرجع سبق ذكره - ص 29.

الإنتاج المحقق على وحدات العمل المستعملة في إنتاجه. بحيث كلما زادت إنتاجية عنصر العمل أدى ذلك إلى زيادة الإنتاج رغم أن عدد العمال أو عدد ساعات العمل بقيت على حالها.

ب. رأس المال: يعرف رأس المال بأنه مجموع السلع التي توجد في وقت معين في اقتصاد معين. فهو عنصر من عناصر النمو يساعد على تحقيق التقدم التقني من جهة وعلى توسيع الإنتاج بواسطة الاستثمارات المختلفة المحققة

ت. التقدم التقني : ويقصد به الاستخدام الأمثل لعوامل الإنتاج في العملية الإنتاجية وبالتالي فإنه حتى وإن بقيت كميات عناصر الإنتاج على حالها وحدث تقدم تقني فإن ذلك سيؤدي حتما إلى زيادة الإنتاج وتحقق النمو الاقتصادي.

5. مؤشرات النمو الاقتصادي : هناك مجموعة مؤشرات نقيس بها النمو الاقتصادي نوردتها كمايلي<sup>1</sup>:

#### أ. الناتج المحلي الإجمالي

من أجل قياس النمو نأخذ الناتج المحلي الإجمالي باعتباره يقيس مستوى إنتاج السلع والخدمات في البلد وأيا بالنسبة للعائلات والمؤسسات ولكن بدرجة قليلة في الإدارات.

والناتج المحلي الإجمالي للفرد يعتبر أكثر دقة عند الأخذ في الحسبان المستوى المتوسط للأفراد.

#### ب. الإنتاجية:

ويمكن تقييم النمو الاقتصادي أيضا عن طريق إنتاجية العمل ومن خلال معدل استعمال الطاقة الصناعية، فإذا كان مؤشر إنتاجية العمل يلعب دور في النمو الاقتصادي من خلال إبرازه العلاقات بين المعدل السنوي المتوسط لنمو الناتج المحلي الإجمالي لمختلف السنوات مع الإنتاجية المتوسطة للعمل ، فإن مؤشر معدل استعمال الطاقة الصناعية يقيس الكثافة عندما تشغل المؤسسات كل إمكاناتها الإنتاجية من أجل الحصول على الربح.

معدل استعمال الطاقة الصناعية = الإنتاج الحقيقي / الإنتاج المحتمل

<sup>1</sup> - R. Barro, Les Facteurs de la croissance économique, Economica, Paris, 2000, PP : 13-15.

## ت. مؤشرات أخرى :

وتوجد مؤشرات أخرى النمو الاقتصادي يمكن استعمالها تتمثل في دليل التنمية البشرية (IDH) ، باروماتر اللامساواة والفقر وكذلك مؤشر الصحة الاجتماعية (ISS) حيث أن دليل التنمية البشرية يأخذ بعين الاعتبار مستوى معيشة الأفراد وصحتهم ومستوى ثقافتهم.

ثانياً: أساسيات حول البورصة، وظائفها وشروط كفاءتها:

## 1. تعريف البورصة، تقسيمها والأوراق المتداولة فيها:

أ. تعريف البورصة: تعود كلمة بورصة إلى أحد المصدرين: الأول هو فندق في مدينة Bruges كان يزين واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس Trois bourses وكان يجتمع فيه لتصرف الأعمال عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين، والثاني نسبة إلى عائلة Van der Bourse في مدينة Bruges نفسها حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليين وكان يقال : " ذهبنا Chez les Bourses "، وبعدها تطورت فأصبحت : " ذهبنا A la bourse " (1) ويمكن تعريف البورصة كما يلي:

- 1- " البورصة هي سوق منظمة وموجهة للجمهور حيث تتم العمليات وفقاً للقواعد المنصوص عليها في القوانين والأنظمة، وهذه العمليات لا يمكن إجراؤها وتنفيذها إلا عن طريق الوسطاء المخولين قانوناً للقيام بذلك" (2).
- 2- " البورصة هي الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة" (3).

1- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان الطبعة الأولى، سنة 2004م، ص14.

2- نفس المرجع السابق، ص14.

3- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة 1، سنة 2008. - ص45.

ومن خلال هذه التعاريف نستنتج أن البورصة تعتبر أهم الأسواق المنظمة، فهي صلة الوصل بين المشاريع وادخارات الأفراد و بالتالي تعتبر السوق الطبيعية التي تلتقي فيها الشركات المساهمة و الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال و الإسهام في المشروعات الاقتصادية المختلفة.

## ب. الأوراق المالية المتداولة:

الأوراق المالية المتداولة هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل تلجأ إليها المؤسسة بغرض تأمين احتياجاتها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها، كما تلجأ إليها الدولة لتمويل المشروعات أو لتغطية العجز أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم. وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من فرعين رئيسيين: الأسهم والسندات بالإضافة إلى نوع ثالث يقع بينهما هي الأوراق المختلطة.

### 1- الأسهم العادية.

#### أ. التعريف بالأسهم العادية:

تتاح إمكانيات تزويد المشروعات بالتمويل اللازم التي تمارس نشاطها من خلال شركة مساهمة بالادخار المتوفر، عبر المشاركة برأس مالها عن طريق الاكتتاب بأسهم تعرف رأس المال (Actions).

فالأسهم عبارة عن أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية للسهم. قد يكون السهم لحامله (Au porteur) بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من يجوزته ذلك السهم في أية لحظة ولذلك فتداوله يتم بانتقاله من مشتري لآخر دون المرور بالشركة المعنية، أي بمجرد رغبة الحامل للسهم في الحصول مرة أخرى على أمواله يقوم ببيعها في البورصة. وقد يكون السهم اسمياً أي حاملاً لأسهم المالك (Nominatif) حيث يصبح هذا الأخير معروفا لدى الشركة وعليه فإن تداوله يتطلب إعلام الشركة بالصفقة لإتاحة الفرصة لهذه الأخيرة بتسجيل العمليات في دفاترها ومعرفة الملاك الجدد الذين انتقلت إليهم تلك الأسهم. كما قد يكون السهم إذنيا يصدر بإذن شخصي معين أو جهة معينة أو لأمره ويتم تداولها عندما يأذن بذلك عن طريق تظهيرها، ونادراً ما تصدر الشركات أسهماً إذنية، وفي غالب الأمر تصدر أسهماً لحامله<sup>1</sup>.

1 - ينظر: - جبار محفوظ - الأوراق المالية المتداولة في البورصات - الجزء الثاني - دار هومة، الجزائر - الطبعة الأولى - سنة 2002 - ص 06.  
- فليح حسن خلف - الأسواق المالية والنقدية - عالم الكتب الحديث - الأردن - الطبعة الأولى - سنة 2006 - ص 198

ويمكن تعريف السهم العادي (Action ordinaire) بأنه: " أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول. الحق لحامله بدمجة الجهة المصدرة له. الحصول على عوائد غير ثابتة. بجانب حصته برأس المال الشركة والمثبتة بشهادة السهم"<sup>1</sup>

✓ **خصائص الأسهم العادية:** السهم العادي له خصائص يتميز بها تتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

- يمثل حق ملكية: و هو حصة من رأس المال للشركة المساهمة ولا يمكن أن يكون حق مديونية لأن ذلك يتعارض مع مبدأ الاستمرارية.
- يكتسب السهم العادي صفة التداول، مما تعطيه مرونة كبيرة في تسييره.
- ليس له تاريخ استحقاق كونه يمثل حق ملكية قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية
- مسؤولية المساهم لتحمله التزامات المؤسسة تجاه الغير محدودة حسب حجم الأسهم التي يمتلكها.
- عدم ثبات العائد و تذبذبه ما بين ربح أو خسارة تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة
- تصدر الأسهم العادية بقيمة متساوية و لا يجوز للشركة أن تصدر هذا النوع من الأسهم بقيمة مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.
- توجد عدة أنواع يتم احتساب قيمة الأسهم العادية على أساسها تتمثل فيما يلي:

\* **القيمة الاسمية:** هي القيمة المثبتة في شهادة السهم التي ينصب عقد تأسيس الشركة. ويجب أن تكون القيمة متساوية للأسهم المصدرة التي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية. فهذه القيمة عادة ما تكون منخفضة مقارنة بسعر السوق مما جعل البعض يعتبرها ذات دلالة اقتصادية قليلة الأهمية. لكن المهم ألا تصدر الشركة أسهما بقيمة تزيد عن سعر البيع في السوق. حيث أن الفرق بين القيمة الاسمية وسعر البيع يعرف بعلاوة الإصدار (Par value) يظهر ضمن قائمة الأموال الخاصة.

\* **القيمة الدفترية (Book value):** هي القيمة المثبتة بسجلات الشركة المصدرة للسهم تمثل ما يصيب السهم الواحد من حق الملكية.

1 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام- الاستثمار بالأوراق المالية- دار المسيرة - عمان - الطبعة 1- سنة 2004م/1425هـ - ص30 .

2 - ينظر : - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام - مرجع سبق ذكره، ص ص: 31-37.

- جبار محفوظ - الأوراق المالية المتداولة في البورصات - مرجع سبق ذكره - ص09.

- زياد رمضان - مروان شموط ، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة ، القاهرة ، سنة 2007، ص 97.

$$\frac{\text{رأس المال المدفوع} + \text{الأرباح المحتجزة} + \text{الاحتياط}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

رأس المال المدفوع يمثل القيمة الاسمية للأسهم العادية مع إضافة علاوة الإصدار. وتعتبر القيمة الدفترية من أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية. فهي تمثل مؤشر للحد الأدنى الذي يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق. لذا فهي تلعب دورا مهما في تقويم الاستثمار بالأسهم العادية لأنها تؤثر إلى قدرة الشركة على تحقيق العوائد لحملة الأسهم.

\* **القيمة السوقية (Market value):** تمثل هذه القيمة، القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية لحظة زمنية معينة، و التي تتحدد بفعل عوامل العرض و الطلب في سوق الأوراق المالية. ومن المفضل أن تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الدفترية، إذ أن السهم الذي يباع أعلى من قيمته الدفترية يوحي للمستثمر بأن الجهة المصدرة للسهم تعاني من صعوبات و مشاكل مالية.

\* **القيمة الحقيقية (Intrinsic value):** يطلق عليها أيضا القيمة النظرية أو العادلة، تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر السهم في سوق الأوراق المالية. وهي تعكس حالة توازن السوق وحالة التوازن من الصعوبة أن تتحقق بفعل عمليات المضاربة، نقص أو عدم توافر المعلومات عن أداة الجهة المصدرة للسهم.

\* **القيمة التصفية (Liquidation value):** هي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة الحصول عليها في حال تصفية الشركة يمكن احتسابها كما يلي:

قيمة الموجودات - الالتزامات وحقوق المساهمين الممتازين

= القيمة التصفية

عدد الأسهم العادية

ب. حقوق حملة الأسهم العادية: لحملة الأسهم العادية مجموعة حقوق تتمثل فيما يلي (1):

- الحق في الحصول على كافة المعلومات للشركة المصدرة للأسهم، سواء كانت معلومات مؤقتة محاسبية مثلا أو معلومات دائمة مثل تغير القيمة السوقية في البورصة. أو معلومات خاصة قد تتمثل في إبلاغ الجمهور بمعلومة بعد موافقة الهيئات التنظيمية للأسواق المالية عليها قد تتعلق بحالة الرفع من رأس المال أو العرض العلني للشراء أو الإصدارات الإجبارية.
- حق التصويت: كل مالك لسهم له الحق بالتصويت يمارسه من خلال الجمعية العمومية (وفقا للمبدأ لكل مسهم صوت). وهذا الحق يسمح بالمشاركة في اتخاذ قرارات الإدارة الشركة قد تتعلق بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، الرفع أو التخفيض من رأس المال، تغيير بعض الهياكل بالمؤسسة، التصديق على الحسابات المالية...
- الحق في الحصص: الربح السنوي للشركة ملك للمساهمين، جزء منه يوزع على شكل حصص والجزء الآخر يبقى في المؤسسة على شكل احتياطات، فكل سنة الجمعية تقرر فيما يخص الحصص التي يمكن أم تمنح للمساهمين إما نقدا أو عن طريق أسهم جديدة تصدر بسعر من اختيار المساهم. فإن كان الحق نقدي من الحصص فهي تنقسم إلى قسمين:
  - حصة أولى ثابتة تحسب على أساس نسبة من القيمة الاسمية للسهم.
  - حصة أعلى تحدد كل سنة حسب مبلغ يساوي مجموع الأرباح السابقة واحتياطات موزعة تم احتسابها من أرباح غير موزعة لسنوات سابقة، مع الأخذ بعين الاعتبار طلب المساهمين والحاجات النقدية للشركة.
- حق الأولوية في الاكتتاب: هذا الحق يمكن أن يمارس عندما تقرر الشركة الرفع من رأسمالها من خلال إصدارات جديدة للأسهم أو من خلال الزيادة في القيمة الاسمية للأسهم المتواجدة حيث تكون الأولوية للمساهمين القدامى.
- حق التصرف بالأسهم: فليس للمساهم الحق في أن يطلب من الشركة إعادة قيمة الأسهم له بل يستطيع بيع هذه الأسهم بدون الحصول على ترخيص مسبق من الجهة التي أصدرت هذه الأسهم.
- حق الحصول على جزء من موجودات الشركة عند تصفيتها: وذلك بشكل يتناسب مع حصة مساهمة كل مساهم في الشركة وهذا بعد بيع الأصول وسداد كل الديون ودفع نصيب حملة الأسهم الممتازة.

1 - ينظر : - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول)، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، سنة 2003، ص84.

- Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Investissement et marchés financiers , Pearson éducation, France, 9<sup>ème</sup> édition, 2005, P11.

- Paul Jacques Lehmann- bourse et marchés financiers - Dunob - Paris - 2<sup>ème</sup> édition - 2005 -, PP : 11 - 17.

## 2- الأسهم الممتازة:

### أ. التعريف بالأسهم الممتازة وخصائصها:

تعتبر الأسهم الممتازة النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في البورصة لكنها أقل استخداماً كأداة تمويل مقارنة بالأسهم العادية حيث أن الشركات لا يمكن أن تنشأ وتقوم وتستمر في عملها ونشاطها بدون إصدارها للأسهم العادية بينما الأسهم الممتازة تعتبر مصدراً مكملاً للتمويل فمن الأسباب التي تدعو إلى إصدارها<sup>1</sup>:

- محاولة الشركات تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأس مالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية
- المتاجرة بالملكية (الرفع المالي) إذا أمكن استثمار حصيلة بيع الأسهم الممتازة حيث تحقق أرباحاً تفوق الأرباح التي ستوزع على حملتها.
- استعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة.

فالسهم الممتاز Preferred stock يعرف بأنه: " أداة مالية تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي) الحق لحامله الحصول على عائد محدد سنوياً بنسبة من القيمة الاسمية أو مبلغ محدد، بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم<sup>2</sup>

### ✓ خصائص الأسهم الممتازة: وعليه يتميز السهم الممتاز بالخصائص التالية<sup>(3)</sup>:

- للسهم الممتاز الأولوية في الحصول على نسبة معينة من الأرباح في حال تحققها قبل حملة الأسهم العادية كما له الأولوية في موجودات الشركة المصدرة له عند التصفية.
- للسهم الممتاز 3 قيم: اسمية، دفترية، سوقية مثلها مثل الأسهم العادية

1 - زياد رمضان ، مروان شموط - مرجع سبق ذكره - ص 104.

- أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 66. 2

3- ينظر : - أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 67 - 68.

- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، مرجع سبق ذكره، ص 27.

- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 224.



- تمتاز هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصة المشاركة أي هناك نوع آخر يدعى بأسهم المشاركة، فحملة هذا النوع من الأسهم العادية له الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين وهذا بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين على نفس النسبة.
- معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة و انتخاب أعضائها.
- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء أو الإطفاء حيث أن بعض الشركات قد تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء Sinking fund لغرض استهلاك السهم. وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق أو بسعر استدعاء محدد سابقا. أما بالنسبة للاستدعاء يعطي الحق للجهة المصدرة استدعاء السهم الممتاز بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء Call premium.
- قد يحول السهم الممتاز إلى سهم عادي وذلك من أجل تبسيط هيكل رأس المال وتخفيض كلفته وبيع أسهم عادية بسعر أعلى من سعر السوق، ويتم هذا التحويل بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقا كما تحدد مدة التحويل وخيار التحويل عادة يترك للمستثمرين حيثما تتاح فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ولا سيما عندما يكون سعر التحويل أقل من الأسعار السوقية للسهم العادي.

ب. حقوق حملة الأسهم الممتازة<sup>(1)</sup>: إن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث أن حصول أصحابها على العائد يتوقف على وجود الأرباح وأيضا اتخاذ القرار بتوزيعها لكنها تختلف عنها من حيث:

- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها.
- غالبا ما يضع نظام الشركة المصدرة حدا أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على حملة الأسهم الممتازة.
- لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم.
- تتمتع حملة الأسهم الممتازة بالأولوية في استرداد قيمتها في حال تصفية الشركة المصدرة.
- قد تكون الأسهم الممتازة من نوع " المجمعدة للأرباح "، فالشركة المصدرة عند تحقيقها لأرباح وعدم توزيعها فحصة حملة هذه الأسهم في هذه الأرباح لا تسقط في العام التالي، و إذا كانت الأسهم غير مجمعة للأرباح فإن حق حملة هذه الأسهم في الحصول على الأرباح عند تحقيقها وعدم توزيعها يسقط في الفترة التالية.

1 - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول)، مرجع سبق ذكره، ص85.

## 3- السندات

## أ. التعريف بالسندات وخصائصها:

تعتبر السندات الورقة الأساسية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وتعتبر كمصدر أساسي للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت شركات أو حكومات ويكمن تعريف السند بأنه " أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق " (1).

- **خصائص السندات :** تتميز السندات بالخصائص التالية(2):
- السند أداة دين: يترتب لحامل السند حق دائنيه على الشركة المصدرة في حين يكون لحامل السند الأولوية على حامل السهم في استثناء حقوقه من أرباح عند التوزيع وموجودات الشركة عند التصفية.
- السند أداة استثمار ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار الثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة.
- القابلية للتداول: حيث توفر للسند طويل الأجل السيولة.
- السندات هي وثائق تمثل اتفاق بين الشركة المصدرة وبين المستثمرين لتلزم بمقتضاه الشركة بإرجاع قيمة القرض (أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة) في فترة محددة على قسيمة السند (أي تاريخ الاستحقاق).
- كما يجب أن تظهر على وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم بالإضافة إلى سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند.
- تمتاز السندات بقابلية الاستدعاء، فالجهة المصدرة قد تستدعي السند قبل تاريخ الاستحقاق إذا نصت الاتفاقية على ذلك.
- قابلية التحويل فقد تنص شهادة السند على شروط تحويل السند إلى أسهم عادية بسعر محدد وهذا يوفر للشركة إمكانية الحصول على أموال بكلفة أقل وبالنسبة للمستثمر توفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع سعر السهم بأعلى من سعر التحويل.

1 - أرشد فؤاد التميمي. أسامة عزمي سلام - مرجع سبق ذكره - ص 86

2 - ينظر : - أرشد فؤاد التميمي. أسامة عزمي سلام - مرجع سبق ذكره - ص 87

- زياد رمضان، مروان شموط - مرجع سبق ذكره - ص ص : 106-107.

- جبار محفوظ - الأوراق المالية المتداولة في البورصات - مرجع سبق ذكره . ص 48

- سمة الإطفاء: فقد تلجأ بعض الشركات إلى تخصيص صناديق إطفاء تخصص لها مبالغ دورية لإطفاء السندات.
  - للسندات 3 قيم: القيمة الاسمية، سعر الإصدار، والقيمة السوقية.
- أ- القيمة الاسمية (**Faciale**): هي القيمة المدونة على السند يتم على أساسها احتساب مبلغ الفائدة السنوية (القسيمة le coupon).
- ب- سعر الإصدار (**La valeur d'émission**): ترافق عملية إصدار السندات حيث يقدم المقرض الأموال للمقترض. وحتى يتم تشجيع المكتتبين بها مصدر السندات يقوم بتحديد قيمة الإصدار بأقل من القيمة الاسمية (au dessous de pair) الفرق بينهما يسمى بعلاوة الإصدار.
- ت- قيمة التسديد (**La valeur de remboursement**): ترافق المبلغ المسدد للمقرضين بهدف تسديد السندات، ففي سنوات السبعينات المصدرين كانوا يقترحون قيمة التسديد أعلى من القيمة الاسمية au (dessous du pair) الفرق بينهما يسمى بعلاوة التسديد لكن من ذلك الوقت فصاعدا أصبح تسديد السندات يتم بقيمتها الاسمية أو إعادة شرائها من البورصة في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق بقيمتها السوقية.
- ث- القيمة السوقية (**Le cours**): تسمح بمقارنة السندات ذات المبلغ الاسمي المختلف وتسهيل عملية التسعيرة للسندات كما أنها تحدد بنسبة من القيمة الاسمية.
- ب. الفرق بين الأسهم والسندات: توجد العديد من أوجه الاختلاف بين السندات والأسهم تتمثل فيما يلي<sup>(1)</sup>:
- إن حملة السندات هم دائنين. في حين أن حملة الأسهم مالكيين. أي أن السند هو أداة دين بينما السهم هو أداة ملكية.
  - يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تدفعها الشركة المصدرة بغض النظر عن تاريخ أعمالها ووضعها المالي بينما أرباح الأسهم لا تستحق إلا عندما تحقق الشركة أرباحا ويتقرر توزيعها.
  - تعطي الأسهم لحملة حق الإدارة بينما السندات لا تمنح لحملة ذلك.
  - تعطي الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على العائد وكذلك القيمة الاسمية عند تصفية الشركة.
  - تساهم السندات كمصدر تمويلي في تحقيق العباء الضريبي لان عائدتها يدخل ضمن التكلفة وقبل احتساب الأرباح والضريبة، في حين أن عائد الأسهم لا يدخل ضمن التكلفة ويدفع بعد حساب الأرباح والضريبة.

<sup>1</sup> - ينظر : - فليح حسن خلف. مرجع سبق ذكره. ص ص: 158 - 259

- حسن حمدي. مرجع سبق ذكره. ص ص: 51 - 52

- لاستثمار في السندات يتأثر سلبا بالتضخم أي إن المستثمر فيها يتضرر نتيجة للتضخم ويستفيد المقترض أي الشركة (الجهة المصدرة للسند) في حين أن الاستثمار في الأسهم يمكن له أن يستوعب التضخم وقد لا يتأثر به سلبا لان السهم مشارك في ملكية أصل الشركة باعتباره حق ملكية وهذه الأصول تزداد في قيمتها أي سعرها مع الزيادة العامة في الأسعار التي ترافق حصول التضخم في الاقتصاد.

#### 4- الأوراق المختلطة.

##### أ. التعريف بالأوراق المختلطة:

من اجل تسيير تعهدات المصدرين تم ابتداء أوراق مالية ما بين الأسهم والسندات تسمى بالأوراق المختلطة les titres hybrides أو قيم منقولة مركبة تمزج بين خصائص أدوات الملكية وأدوات المديونية وأحيانا تضم خصائص الخيارات (Les Options)<sup>(1)</sup>.

أما عن المكونات الأساسية للأوراق المختلطة تتمثل فيما يلي<sup>(2)</sup>:

أ. القيمة الاسمية هي القيمة التي تسدد للمستثمرين في تاريخ الاستحقاق.

ب. فائدة على القيمة الاسمية تحدد مسبقا تسمى بالقسمة (Coupon) تمنح للمستثمر بالإضافة إلى القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

ت. تاريخ الاستحقاق هو تاريخ تحويل إذا كانت هذه الأوراق من نوع السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

ث. سعر التحويل وهو نسبة الأسهم الممنوحة لكل سند قابل للتحويل يحسب كما يلي:

سعر التحويل = القيمة الاسمية للسند / عدد الأسهم الممنوحة على السند

يمكن أن تكون هذه النسبة ثابتة إذا تم تحويل سند واحد بسهم واحد.

ب. أنواع الأوراق المختلطة<sup>(3)</sup>:

1- سندات المساهمة (TP) **Titres participatifs**: هي أوراق مالية مختلطة تجمع بين الأسهم

والسندات لها خصائص متعددة حيث تعتبر بالنسبة للمصدر من الديون الأبدية حيث أن بعض الكتاب الفرنسيين

<sup>1</sup> - Daniel Goyeau – Amine Tarazi , la bourse , la découverte ,Paris, 2006,p40

<sup>2</sup> -Roy Todarello FCP , Financial planning pty limited , Proper authority holder –Hybrid securities bonds debentures floating rate notes – platinum house Sydney – October 2002 - in : http://

[www.roccosinclair.com.au/pdf/hybridsecuritis.pdf\(12/12/2011\).](http://www.roccosinclair.com.au/pdf/hybridsecuritis.pdf(12/12/2011).)

<sup>3</sup> - Daniel Arnould –Les marchés de capitaux en France- Armand Colin- Paris -1995- pp : 174-180

يعتبرونها بمثابة أموال شبه خاصة Quasi fonds propres لأنها غير قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة، إما بالنسبة للمكتسب بها فهي تمنح له فائدة جزء منها ثابت ومضمون والجزء الآخر متغير مرتبط بأداء المؤسسة.

2- **سندات بقسائم الاكتتاب Obligations à bon de souscription**: تتمثل في سندات بقسائم الاكتتاب في الأسهم (OBSA) وسندات بقسائم الاكتتاب في السندات (OBSO) و سندات بقسائم الاكتتاب في أسهم مسددة (OBSAR)، وخاصية هذا النوع من الأوراق انه تم إصدار سندات مرة واحدة يتمثلان في سند تقليدي وقسائم الاكتتاب تعطي حق الخيار بالاكتتاب باسهم أو سندات الشركة المصدرة. وعملية الاكتتاب تتم بطلب من حامل السند من تاريخ إصدار القسائم إلى تاريخ استحقاقها حيث أن بعد الاكتتاب في حالة (OBSA) يتم تسعير كل من السند وقسيمة الاكتتاب، أما في حالة (OBSO) القسائم تسعر منفصلة عن السندات وتداول في البورصة بصفة مستقلة.

3- **السندات القابلة للتحويل Obligations convertibles**: هي سندات بمعدل فائدة ثابت حيث أن حاملها يمكن أن يحولها إلى أسهم للشركة المصدرة لهاته السندات في فترة زمنية محددة ويسعر تنفيذ معين.

4- **الأوراق المالية التابعة Les titres subordonnés**: يمكن التمييز بين نوعين من الأوراق المالية التابعة تتمثل في: الأوراق المالية التابعة لفترة غير محددة Titres subordonnés à durée indéterminée والأوراق المالية التابعة القابلة للتسديد Titres subordonnés remboursables (TSR) حيث أن TSDI غير قابلة للتسديد من حيث المبدأ إلا عند تصفية الشركة وفترة القرض تكون غير معروفة ويمكن أن تكون طويلة لهذا السبب يمكن اعتبار هذا النوع كأموال شبه خاصة (ديون أبدية) بينما الأوراق المالية القابلة للتسديد فلها ميعاد استحقاقها.

5- **شهادات الاستثمار Les certificats d'investissement**: تشبه الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية كما أن لحملتها نفس حقوق حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح واقتسام الممتلكات عند التصفية غير أنها لا يمتلكون الحق في التصويت فهذه الشهادات هي عبارة عن جزء من السهم إذ يتمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها وإنما هي حق لحملة الأسهم العادية.

ت. الوظيفة الاقتصادية للأوراق المختلطة: تصدر الشركات الأوراق المختلطة لأنها تسمح للمؤسسات الكبرى بتنويع مصادر التمويل و التسيير الأحسن لهيكل التمويل ويتبين ذلك من خلال ما يلي (1):

ج. **كلفة المعاملات:** نأخذ مثلا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم تحقق فوائد للمصدر تتمثل في أنها تعتبر إحدى أدوات التمويل القليلة التكلفة أي الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة إذا كان سعر إصدار الأسهم منخفض مقارنة بسعر تسديد السندات، كما أنها تمنح للمصدرين الارتفاع المؤجل عند القيام بعملية التحويل حيث عندما يكون سعر السهم أكبر من سعر السند القابل للتحويل وكان كذلك مردود السهم أعلى من الفائدة على السند له كذلك منفعة من عملية التحويل هذه بالإضافة إلى أن هذا النوع من الأوراق يتمثل في استنادة مؤقتة بما أن الديون تتحول إلى أموال خاصة.

وإذا أخذنا السندات بقسائم الاكتتاب بالأسهم، فحامل السند له خسارة محدودة بقيمة القسيمة وريح غير محدود حيث أنه يمارس حقه بالاكتتاب إذا كان سعر السهم الممكن شراؤه (Prix d'exercice) مضافا إليه سعر حيازة القسيمة أقل من سعر الأصل الضمني (السند الأساسي).

ح. **مؤشرات الملاءة Indicateurs de solvabilité:** الأوراق المالية التابعة مثلا لها خاصية الأموال

الشبه الخاصة حيث أنها تسهل عملية التسيير في الأجل الطويل للتمويل للمؤسسات التي هي بحاجة إلى التمويل. فمردودية هذه الأوراق على مستوى السوق يمكن اعتبارها كمؤشرات مناسبة لمعرفة حالة المصدرين المعنيين. كل ارتفاع أو انخفاض في المردودية لهذا النوع من الأوراق يمكن إسناده إلى اعتبارات الملاءة، حيث أن الحائزين على هذه الأوراق يراقبون الشروط المالية للمصدر أي إذا كانت لديه الملاءة الكافية (القدرة على التسديد).

خ. **تسيير تناقض المصالح:** الأوراق المختلطة تضمن بطريقة جيدة لتسيير تناقض المصالح بين المساهمين والدائنين بما

أن المساهمين يمتازون في تطبيق إستراتيجية في تطوير المؤسسة تحقق من خلالها الأهداف التي تتعرض للمخاطر في حين أن الدائنين لا يهتمون لا بضمان الأمان لحقوقهم المتمثلة في الفائدة الثابتة المستقلة عن النتائج المحققة من طرف المؤسسة فمثلا حامل السند يمكن أن يصبح مساهم (حالة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم) إذا كان ذلك يحقق له منفعة.

<sup>1</sup> - ينظر : - وسام ملاك ، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 1) ، دار المنهل اللبناني- بيروت، الطبعة 1 ، سنة 1424/2003 هـ - ص ص : 103 - 110.

- Daniel Goyeau – Amine Tarazi, Op.cit, pp : 41-42

- Daniel Arnould - Op.cit. p177

## ت. تقسيم البورصة

يوجد سوق رأس المال والذي يطلق عليه سوق الأوراق المالية ليجمع بين المشتريين والبائعين للأوراق المالية، فهي الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية وحتى تؤدي دورها على أكمل وجه، تقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولي وسوق ثانوي الذي بدوره ينقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وسوق ثالثة وسوق رابعة، وهذا حسب الأسواق الأمريكية. أما في أوروبا، فسوق الأوراق المالية تقسم هي كذلك إلى سوق أولي وسوق ثانوي وسوق خارج التسعير (سوق غير رسمي)، لكن حسب الأمر بتاريخ 10/05/1993 والمكمل بقانون في 02/07/1996 بفرنسا والذي ينص على تطوير النشاطات المالية، فالأسواق الأوروبية تقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة و ذلك كمايلي (1):

## 1) الأسواق غير المنظمة: تتميز هذه الأسواق بغياب تام أو جزئي للمراقبة.

1- الأسواق غير المراقبة **Des marchés non contrôlés**: تعتبر أسواق مستقلة عن كل سلطة

تنظيمية مشرفة مثل أسواق البورصة على الانترنت مثل نموذج Electronic Communications (ECN) Networks أو الأسواق الخاصة مثل سوق الأوراق المالية الضخمة للمؤسسات غير المدرجة في البورصة. حيث أن هذا النوع من الأسواق لا يخضعون لأية قواعد، والتعاملات تكون معرضة لمخاطر تأتي من المتدخلين.

2- الأسواق قليلة المراقبة **Des marchés peu contrôlés**: تصنف ضمن الأسواق غير

الرسمية **Over the counter** أو **Ouvert à toute cession** تشرف عليها سلطات تنظيمية. حيث يوجد سوقين بفرنسا: السوق المفتوحة **Le marché libre** و **Alternext**.

أ- السوق المفتوحة **Le marché libre**: تم إبداعها في 25/09/1996 ووضعت في مكان السوق خارج

التسعير (Hors cote) الذي اختفى في 02/07/1998 حيث أنه تم إبداعه من طرف البنوك لمنافسة سوق التسعير الرسمي (Le cote officielle) والذي وفق في القيام بالعمليات خارج البورصة (Coulisse) حيث أنه كان يستقبل المؤسسات التي تم شطبها من أسواق أخرى، هذا الشطب ناتج عن إفلاس الشركة أو لصغر حجم التداول للأوراق المالية. والسوق المفتوحة هي سوق فوري يقوم بنفس التعاملات التي تتم في السوق المنظم سواء تعلق الأمر بالتداول، التسليم أو

<sup>1</sup> - voir : - paul Jacques lehmann – Op.cit - PP : 34 – 37.

- Didier Vitrac - Tout savoir sur la bourse -Gualino éditeur – Paris - 2002/2003 – PP : 107 – 112.

- Philippe Dessertine - Le nouveau marché : recontre de l'entreprise familiale et de la logique boursière

- in «Revue de finance , contrôle , stratégie – volume3 - N°1 – Mars - 2000 – PP :117 – 138 ».

الدفع، لكنه يفرض شكلية للدخول وتكاليف مخفضة. وهذا جلب نظر العديد من الشركات حيث بلغ حوالي 500000 من المساهمين المتدخلين في هذا السوق مع نهاية سنة 2000.

ب- **Alternext**: تم إبداعه في 2005/05/17 للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME) التي تريد أن تدرج في قائمة التسعير دون الأخذ بعين الاعتبار شروط السوق المنظم، حيث أنه في هذا السوق تعرض ضمانات أكيدة للمدخرين لا تعرض مثلها في السوق المفتوحة.

(2) **الأسواق المنظمة**: و تتمثل في السوق الأولي، السوق الثانوي، السوق الجديد و Eurolist.

- **السوق الأولي**: هو ذلك السوق الذي يقوم بمهمة الإصدار وينقسم إلى سوقين: سوق التسديد الشهري (RM) أين يجري التداول المؤجل للقيم والسوق الفوري (Marché au comptant).

- **السوق الثانوي**: الذي تم إبداعه سنة 1983 ليقوم بمهمة التداول للأوراق المالية.

- **السوق الجديد**: الذي تم إبداعه في 1996/02/14 بصفة مستقلة وتخصيصه للأسهم النمائية (Valeur de croissance) ليشبه نموذج NASDAQ الأمريكي. حيث يتم في هذا السوق استقبال المؤسسات المبتكرة مهما كانت جنسيتها وأحيانا الصغيرة منها، ومصطلح المبتكرة لا نقصد بها أن المؤسسة تتمتع بالتكنولوجيا العالية حيث أن NASDAQ الأمريكي ينافس السوق الجديد بالرغم من أنه يستقبل المؤسسات المختصة في القطاع التقليدي لكنها مبتكرة فيما يخص التسويق والتسيير الداخلي أو مراقبة التكاليف. يتم الدخول إلى هذا السوق المؤسسات التي تريد الرفع من رأس المال وزيادة نموها وبالتالي تقوية شهرتها وتحسين أدائها الاقتصادي. ومثال ذلك المؤسسات العائلية وحضورها القوي على مستوى السوق الجديد بعد أن كانت تعاني من ركود في نشاطاتها وسوء التسيير، حيث سجل مع نهاية 1999، 85% من المؤسسات العائلية مدرجة في السوق الجديد والتي اكتسبت من خلاله المؤسسات العائلية شهرة كبيرة وانفتاح مالي يسمح لها بالحصول على رؤوس الأموال بمشاركة البنوك أو اللجوء إلى آليات البورصة، بالإضافة إلى تعلم آليات التسيير

- **Eurolist**: تم إبداعه في 2005/05/21 ووضع في مكان الأسواق الثلاثة: السوق الأولي، السوق الثانوي، و السوق الجديد. اتسع نطاقه ليشمل عدة أماكن مالية تتوفر فيها شفافية وتصريحات المؤسسات المدرجة دون إعطاء أهمية لنوع الشركة، كما أنه في هذا السوق يمكن للمؤسسات الصغيرة أن تحصل على سيولة مرتفعة. هذا السوق لا يتكون إلا من قسم وحيد هو مصلحة التسديد المؤجل (SRD) Service de règlement différé الذي وضع في مكان

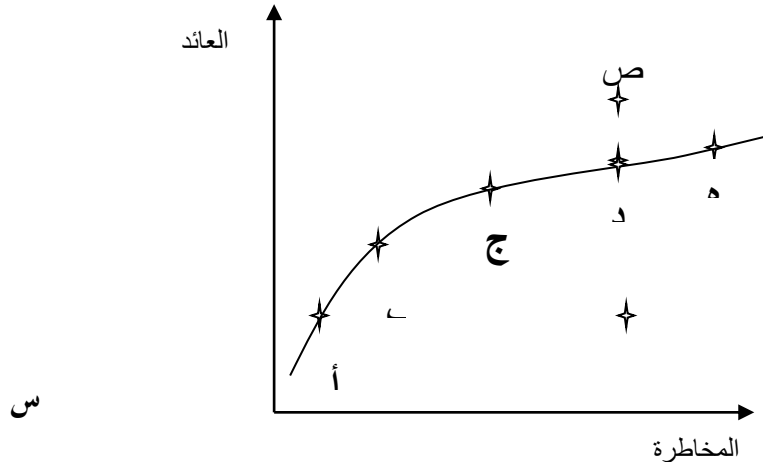


نظام التسديد الشهري (P.M) بعد اختفائه. فبفضل هذا القسم الجديد يمكن للمتدخلين عدم التسديد الفوري للأوراق المالية المشتراة، وعدم التسليم الفوري للأوراق المالية المباعة، إذن هي عمليات آجلة والوسطاء يلعبون دور المقرض للأموال والأوراق المالية.

## 2. الاستثمار والتعامل في البورصة وتنظيمها :

### أ. الإستراتيجية الملائمة للاستثمار<sup>(1)</sup>:

فيما يتعلق بالإستراتيجية الملائمة فإنها تتوقف بشكل أساسي على أولويات المستثمر والتي يكشف عنها منحنى تفضيله الاستثماري والذي يتشكل من رغبات المستثمر تجاه كل من الربحية والسيولة والأمان. ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد المتوقع من الاستثمار، بينما يعبر عن ميله اتجاه العنصرين الآخرين (السيولة والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه. وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما، هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة trade-off بين العائد الذي يتوقعه من جهة والمخاطرة التي يتقبلها من جهة أخرى وذلك كما يتضح في الشكل الموالي:



### شكل رقم 01 منحنى التفضيل الاستثماري

المصدر: محمد مطر - فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة 1، سنة 2005، ص 20

<sup>1</sup> - ينظر: محمد مطر. فايز تيم. إدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل للنشر- عمان- الأردن- الطبعة 1 - سنة 2005. ص ص : 19 - 20

- طلال كداوي- تقييم القرارات الاستثمارية- اليازوري - عمان الأردن - سنة 2008 - ص ص : 14-19

- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الطبعة 1، سنة 2003م/1424 هـ، ص ص : 22-25

- مروان شموط. كنجو عبود كنجو- أساس الاستثمار - الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات- مصر- سنة 2008- ص ص : 7-9

فكما يتضح في الشكل أعلاه تعتبر الأدوات الاستثمارية (أ، ب، ج، د، هـ) مقبولة من المستثمر لأنها تقع على منحناه التفضيلي أما بالنسبة للأداتين س، ص فهما غير مقبولتين كون الأداة (س) تحقق للمستثمر عائد اقل مما تحققه الأداة (د) مع أنها تحمل نفس المستوى من المخاطرة. أما الأداة (ص) فهي وان كانت تحقق للمستثمر عائد أعلى من (د) وبنفس مستوى المخاطرة إلا أنها غير متاحة للمستثمر وحسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية ينقسم المستثمرون إلى ثلاث أنماط:

### 1- المستثمر المتحفظ **Conservative Investor** : وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية

وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة.

### 2- المستثمر المضارب **Speculator** : وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية ولذا

تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار.

### 3- المستثمر المتوازن **Balanced investor** : وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتمامه لعنصري العائد

والمخاطرة بقدر متوازن وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنوع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد وتدني درجة المخاطرة. ويمكن أن نبين أهم الفروق بين الاستثمار Investment والمضاربة Speculation وحتى المقامرة Gambling بحيث كلما ابتعد المضارب عن المستثمر النموذجي فإنه يميل ليكون مقامرا متعاملا بالصفقات السريعة والمراهنات الخطيرة على العوائد والأصول معا وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 01: المقارنة بين الاستثمار و المضاربة و المقامرة

المقامرة	المضاربة	الاستثمار
- ليس لها إستراتيجية تحقق المقنم	- قرار الاستثمار يبين على مؤشر التداول	- قرار الاستثمار يبنى على مؤشر العائد
- المقامر يركز على اقصر الآجال لأنه يهتم بالعوائد السريعة.	- المضارب يهتم بالآجال المتوسطة والقصيرة لان اهتمامه بفروقات الأسعار والمنافع السريعة يدفعه إلى التقلب السريع من فرصة إلى أخرى.	- المستثمر يركز على الفترات الطويلة في نشاطاته لأنه يفضل الاستقرار بدلا من الدخول في متاهات التقلب
- ضريبة حظ	- المضارب يبحث عن تحقيق الأرباح مع تحمل بعض الخسائر.	- يفضل المستثمر العوائد ذات النفقات المستمرة والمستقرة
	- المضارب يميل إلى المخاطرة بأصوله.	- يهتم المستثمر بعلاقة العائد والمخاطرة
	- المضارب يتركز في السيولة النقدية ومن ثم	- المستثمر يحتفظ بالتدفق النقدي

<ul style="list-style-type: none"> <li>- المقامر يميل إلى المخاطرة بدرجة أكبر.</li> <li>- المقامر ينصب جل اهتمامه على السيولة النقدية التي يضحى بكل أصوله من أجلها.</li> <li>- المقامر لا يكتثرت بهذه التشريعات ولا يبدل أي مجهود لغرض تجنب نفسه النتائج السلبية لتصرفاته غير المشروعة</li> <li>- بدرجة اشد من المضارب.</li> <li>- المقامر يسيء إلى سمعته الشخصية وسمعته مؤسسته بسبب تصرفاته.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>يعطي اهتمامه بالأصول المالية.</li> <li>- المضارب يحاول الالتفاف على التشريعات النافذة بمختلف الأساليب المشروعة وغير المشروعة وحتى يجنب نفسه من أي عقوبات.</li> <li>- المضارب يعتمد على الشائعات والحدس والسيكولوجية السوقية مما يدفعه إلى الانسياق وراء أساليب التحايل والالتواء.</li> <li>- المضارب لا يهتم بسمعته ولا سمعة مؤسسته نظرا لعدم استقرار نشاطاته</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>الضروري لاستمرار عمليات الاستثمار</li> <li>- المستثمر يمارس نشاطه في مناخ نظامي مع الالتزام بالقوانين والأنظمة المعتمدة</li> <li>- المستثمر يفضل تسيير نشاطاته في مناخ واضح يتسم بالشفافية.</li> <li>- المستثمر يهتم بسمعته الشخصية وسمعته مؤسسته</li> </ul>
--	---	---

**المصدر: تلخيص المعلومات من إعداد الطالبة اعتمادا على:**

موشيار معروفه - الاستثمارات والأسواق المالية. دار صفاء للنشر، عمان، الطبعة 1، سنة 2003/1424 هـ - ص 24  
 مروان هبوط، كنجو مبرود كنجو. أساس الاستثمار - الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات - مصر - سنة 2008، ص 9.

ب. مؤشرات البورصة:

**1- تعريف المؤشر:**

تقوم أغلب البورصات بنشر معلومات ومؤشرات خاصة بها بحيث تعتبر هذه المؤشرات كأداة لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، أي أنها تعطي بيانا عاما وموجزا لحركة سوق الأسهم يوميا. ظهرت الحاجة إليها نظرا لتحرك سعر الأسهم يوميا في البورصات صعودا وهبوطا حسب ظروف العرض والطلب ومع وجود تداول مستمر لأسهم الشركات الكثيرة. ويكون المؤشر جيدا إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما انه يعطي

مؤشرا لوضع الاقتصاد. عند نشر مؤشرات الأسواق تستخدم رموز ورقة أسعار الأسهم ticker symbols وتدل هذه الرموز على مختصرات لأسماء الشركات مثل (f) لشركة ford و (DIS) لشركة Disney<sup>1</sup>.

## 2- الاستخدامات الأساسية للمؤشرات:

تتمثل الاستخدامات الأساسية لمؤشرات البورصة فيما يلي<sup>2</sup>:

- المؤشر قد يكون دليل للحالة الاقتصادية فمثلا مؤشر داو جونز المتوسط الصناعات (DJIA) ومؤشر standard and poor's تقيس حالة السوق بشكل عام وأيضا تقيس حالة قطاعات فرعية مختلفة فمثلا مؤشر (DJIA) له عدة مؤشرات فرعية مثل مؤشر DJIA للنقل (dow jones transportation index) ومؤشر s& p للخدمات العامة (s&p public utilities index) لكن ما يهم هو المؤشر الرئيسي الذي يشير إلى حالة السوق ككل فهو عينة مأخوذة من السوق بشكل جيد حيث أن النتيجة تعكس حالة السوق من حالة نشاط أو كساد وهو رقم يرتفع وينخفض ليدلنا على حالة السوق كما يدلنا على الحالة الاقتصادية.
- يستعمل المؤشر لتقييم معدل عائد المحفظة الاستثمارية فهو أفضل رقم ومعيار جيد يمكن به قياس ومقارنة معدل العائد للمحفظة فعند ما يرتفع مؤشر السوق يكون من المتوقع أن يرتفع عائد المحفظة أما إذا انخفض مؤشر السوق ينخفض المعدل المتوقع لعائد المحفظة.
- قد يستعمل المؤشر لتقييم أداء المحفظة الاستشارية يمكن قياس أداء مدير المحفظة إذا كان قادرا على تنويع المحفظة بواسطة المقارنة للمحفظة مع مؤشر السوق وذلك بمقارنة معدل عائد المحفظة مع مؤشر السوق وكذلك يمكن أيضا مقارنة المخاطرة مع المخاطر للمؤشر وهذا يدلنا على مقدار أداء مدير المحفظة وعندها نعرف إذا كان هذا الأداء مع معدل السوق أو فوق معدل السوق أو اقل من معدل السوق أي أداء مقبول أو جيد أو غير مقبول.
- معرفة حالة السوق في المستقبل: إن دراسة المؤشر خلال سنوات سابقة ومن خلال رسم التطورات لهذا المؤشر تستطيع أن تجد نمط معين من تحديد المتغيرات خلال سنوات قادمة.

<sup>1</sup>- ينظر : - بن حاسين بن اعمر ، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية ، حالة الجزائر ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف : بوطالب قويدر ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير جامعة تلمسان 2004/2003 ، ص 64 .  
- غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر ، عمان ، الأردن ، سنة 1429هـ/2009م ، ص 285

<sup>2</sup> - غازي فلاح المومني ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 286-287.

- تسيير المؤشرات : نأخذ مثلا مؤشرات بورصة باريس (Paris bourse SBF SA) فهي تسيير من طرف مجلس علمي مستقل في باريس يتكون من 9 أشخاص يجتمع على الأقل 4 مرات في السنة وتمثل مهامه في تسيير العينات، مراقبة مصداقية العينة ، كما تقرر إذا كان من اللازم تغيير عملية التركيب. كما أن هذه الهيئة تعطي مؤشرات بورصة باريس بالضمانات التالية : الشفافية ، الاستقلالية ، المصداقية.<sup>1</sup>

### 3- المؤشرات الأساسية العالمية<sup>2</sup>

#### 1. المؤشرات الفرنسية :

➤ **مؤشر CAC 40** : هو مؤشر مرجعي لبورصة باريس تم إبداعه في 1987/12/31 بقاعدة ذات 1000 نقطة يحسب على أساس عينة تتكون من قيم منقولة ل 40 شركة مدرجة على مستوى سوق التسديد الشهري في السوق الأولي. هذه العينة مختارة من بين 100 رساميل البورصة الأولى.

➤ **مؤشر SBF 120** : يتركب هذا المؤشر من 120 ق منقولة التي يتم تسعيرها بطريقة مستمرة. هذه القيم هي الشركات أكثر أهمية مدرجة على السوق المالي حيث أن 40 قيمة هي نفسها المكونة لمؤشر CAC 40. أما 80 قيمة الأخرى هي لشركات مسجلة على مستوى السوق الأولي والسوق الثانوي. ويعتبر كمؤشر مرجعي يقيس التغير في الأموال المستثمرة في الأسهم.

➤ **مؤشر SBF 250** : يحتوي هذا المؤشر على 120 قيمة التي تكون مؤشر SBF120 بالإضافة إلى 130 قيمة أخرى مسعرة بطريقة مستمرة. هذا المؤشر باختلاف المؤشرات الأخرى يعتبر مؤشر قطاعي يتركب من 3 قطاعات. حيث أن عينة ها المؤشر تحتوي على قيم منقولة لشركات ذات رسملة كبيرة من كل قطاع. والهدف من هذا المؤشر هو تمثيل تطور كل من السوق الفرنسي بما فيه لسوق الأولي والسوق الثاني و السوق الجديد. كما يعتبر هذا المؤشر وسيلة قياس مرجعية في المدى الطويل لتسيير محافظ الأسهم.

إن كل من هذه المؤشرات الفرنسية لا تحسب بطريقة حسابية للأسعار وإنما بطريقة مرجحة برسملة البورصة للشركات التي تكون أي مؤشر. والشكل العام الذي يسمح بحساب المؤشر هو بالشكل التالي :

$$P = 1000 \times \frac{\text{مجموع الرسملة اليومية للقيم}}{K \times C B}$$

K : معامل التصحيح للقاعدة (في حالة : القبول ، الشطب ، بعض العمليات على رأس المال).

CB : معامل الرسملة الأساسية في 12/31 للسنة المرجعية.

<sup>1</sup> - Taouli Mustapha Kamel – Polycopie du module de marché financier – Université de Tlemcen – 2009 /2010- P 50

<sup>2</sup> - Ibid, P 52.

2. مؤشر **Dow Jones**: يعتبر هذا المؤشر الأكثر أهمية من بين كل مؤشرات البورصة العالمية، كما أنه قديم تم ابداعه سنة 1896 وهو مؤشر مرجعي للسوق الأولي المالي العالمي (بورصة نيويورك)، يحتوي على 30 قيمة لشركات لها رسملة البورصة كبيرة.

3. مؤشر **NIKKEI**: هذا المؤشر هو لبورصة طوكيو يحتوي على 225 قيمة ودراسته جد هامة لأنه يمثل كل المنطقة الاقتصادية في آسيا.

### ت. أوامر البورصة وتداول الأوراق المالية:

تمثل البورصة موقعا لتعامل وحدات العجز والفائض وعبر آليات بيع وشراء وتحديد الأسعار وتتضمن مجموعة من الأعضاء يمارسون عملية الوساطة لإتمام تعاملات المستثمرين حيث بعد أن يتعاقد العميل أو المستثمر مع احد الوسطاء، يقوم هذا العميل بإصدار أمر بيع أو شراء للوسيط وبعد تنفيذ الأمر يتم نقل ملكية الأوراق المالية.

1- **التعريف بأمر البورصة<sup>(1)</sup>**: يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطي للشخص المختص أي الوسيط ويجوز أن يوجه الأمر إلى احد مستخدمي الوسطاء (أشخاص تابعون لهم ولحسابهم وتحت مسؤولياتهم) المكلفين بالعمل داخل البورصة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط ويجب أن تشتمل الأوامر على ما يأتي:

- **حجم الطلب**: يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدتها المستثمر.
- **المدى الزمني**: وتتضمن أوامر المستثمرين مدة زمنية تمنح للوسطاء لتنفيذ الأمر حيث يوجد أوامر ذات زمن محدد وأوامر ذات زمن مفتوح، فالأوامر ذات الزمن المحدد تتمثل في طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد. أما الأوامر ذات الزمن المفتوح تتمثل في طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها حيث تكون سارية حتى يلغيتها المستثمر.
- **أهلية معطي الأمر**: إن تنفيذ الأمر يترتب على عاتق صاحبه التزامات مختلفة لذلك من الضروري أن يصدر عن شخص متمتع بكامل أهليته.

1 - ينظر: - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص85.

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، الطبعة 1، سنة 2005، ص248.  
- أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص : 172- 173.

- **تحديد الأمر:** يجب أن تكون أوامر البورصة محددة بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل وهذا يتطلب بيان نوع الورقة موضوع التعامل وكميتها والسعر المطلوب والجهة المصدرة لها. كما يجب بيان نوع الورقة إن كانت أسهما أو سندات، وتحديد نوع الأسهم إن كانت أسهما عادية أو أسهم ممتازة. أما فيما يتعلق بالسندات فيجب ذكر الفائدة وسنة الإصدار.

## 2- أشكال أوامر البورصة<sup>(1)</sup>:

تختلف طريقة تحديد الأوامر باختلاف نظام التسعير المتبع في البورصة . ففي الأسواق حيث يحصل التسعير بالمناداة Cotation à la criée أو عبر الدرج (Par Casier) وأيضا عبر الصندوق (Par Boite) يمكن تحرير الأوامر إما بالأفضل (Au mieux) إما بسعر محدد (Cours Limité)، إما بسعر محدد يتوافق مع عبارة «Stop». أما في الأسواق التي تتبع نظام التسعير المتواصل (En Continu) فيتم تحرير الأوامر بسعر السوق " Au prix du marché " أو بسعر محدد. و فيما يلي أشكال أوامر البورصة:

### 1- الأمر بسعر محدد **L'ordre à cours limité**: بموجب هذا الأمر يحدد الزبون للوسيط

السعر الذي يشتري به الورقة المالية أو سعر البيع مسبقا حيث يمثل هذا السعر الحد الأدنى في البيع والحد الأقصى في الشراء. ومن مساوئ هذا الأمر انه قد لا تتاح الفرصة لتنفيذه إذا كانت هناك فوارق قليلة بين السعر المحدد بالأمر والسعر المعروض في السوق.

### 2- الأمر بسعر محدد يترافق مع عبارة «Stop»: قد يترافق الأمر بسعر محدد مع عبارة «Stop»

حيث ينتهز المستثمر فرصة تغيير الأسعار. إذ في حالة الشراء يعني الأمر «Stop» أن المشتري يشتري مجرد أن يجري تجاوز السعر. وفي حالة البيع فان الأمر ينفذ اعتبارا من اللحظة التي ينخفض فيها السعر عن المستوى المحدد. هذا الأمر يستخدم غالبا في حالة البيع من اجل الاحتراز لمواجهة تدهور أسعار الأوراق المالية. إن الأمر «Stop» قد لا يشكل ضمانا ويجب أن يكون خاضعا باستمرار للمراقبة.

### 3- الأمر بسعر السوق: بموجب هذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة بالأسعار السائدة في السوق. هذه

الأوامر تقتضي من الوسيط أن يظهر مهارته وكفاءته بالحصول على سعر أحسن عرض عند أمر الشراء، أو الحصول على سعر أحسن طلب عند أمر البيع.

<sup>1</sup> - ينظر: - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية والنقدية، (الجزء 01)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 122 - 125.

- أرشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص: 173 - 176.

- Paul Jacques Lehmann, op - cit, PP :41 - 42.

4- الأمر بالسعر الأفضل: تقنية تضمن للمستثمر التنفيذ الكامل لعمليته مع عدم اشتراط أي سعر. ففي حالة الشراء إذا عرف سعر الورقة المالية المرغوب بها ارتفاعا حادا فان المستثمر قد يقاد إلى دفع سعر أعلى من ذلك الذي كان يتمناه. على العكس من ذلك فالانخفاض السريع للأسعار قد يقود المستثمر إلى بيع أوراقه المالية بسعر ادنى من ذلك الذي كان قد تصوره من اجل مواجهة هذه المخاطر. فسعر السوق لا يقبل التنفيذ آليا وبذلك فهو لا يؤثر على سعر الافتتاح. والأمر بالأفضل ينفذ عند أول سعر مسعر (Cours Coté) بعد تلقيه. وهذا الأمر ليس أوليا أي لا يتمتع بالأفضلية على باقي الأوامر الأخرى. إذ تنفذ قبله كافة أوامر الشراء المحددة على سعر أعلى من سعر الافتتاح وكافة أوامر البيع المحددة على سعر أدنى من سعر الافتتاح.

5- نماذج أخرى من الأوامر: هناك عبارات أخرى ترافق الأوامر في البورصة:

- عبارة "الكل أو لا شيء": وبموجب هذا الأمر يرغب التنفيذ بالكامل مع رفض التخفيض.
  - عبارة "بدون التزام": المرفقة بالسعر الأفضل تلزم الوسيط بالبحث عن صفقة مقبولة لا تحدث فجوات كبيرة بالأسعار.
  - عبارة "للتقدير **appréciation**": يعني الطلب من الوسيط المحافظة على السعر السابق ومراقبة ظروف السوق لتجنب الفروقات الكبيرة وبما يخدم مصلحة الزبون.
  - عبارة الحد الأدنى: وبموجبه يحدد الزبون حد أدنى لتنفيذ الصفقة في حالة الشراء أو البيع.
- ث. أنظمة التسعير<sup>(1)</sup>:

سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة ويرتكز التسعير على حجم العرض والطلب للأوراق المالية المراد تبادلها على أن يتحدد السعر على ضوء مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع ويمكن إجراء تسعير الأوراق المالية بأوجه مختلفة.

1- مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع:

إذا أراد مستثمر شراء أسهم مثلا فان الوسيط هو الذي يقربه من بائعي الأسهم مطابقا بذلك بين العرض والطلب للأسهم حيث أن السعر يرتبط بعدد الأسهم المطلوبة والمعروضة. والمبدأ الأساسي هو تلبية الحد الأقصى من الأوامر والسعر

<sup>1</sup>- ينظر: - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية والنقدية، (الجزء 01)، مرجع سبق ذكره، ص ص : 126 - 136.

- محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص ص : 104 - 106.

- Paul Jacques Lehmann, op – cit, PP :43 – 48.



المعتمد يجب أن يأخذ بعين الاعتبار الأوامر بالأفضل وجميع أوامر البيع المحددة بسعر أدنى وجميع أوامر الشراء المحددة بسعر أعلى. وعلى سبيل المثال: يجمع الوكيل المكلف بالتسعير الأوامر التي يتضمنها الجدول التالي:

عدد الأوراق	بيع	عدد الأوراق	شراء
200	بالأفضل	550	بالأفضل
200	بـ 328	25	بـ 329.5
150	بـ 328.5	50	بـ 329
75	بـ 329	100	بـ 327.5
250	بـ 329.5	200	بـ 327

جدول رقم 02 : موجز الأوامر في البورصة

المصدر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 01)، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، سنة

2003/1424 هـ، ص 127

ومقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع نحصل على الجدول التالي:

الشراء		السعر	البيع	
عدد الأوراق المطلوبة	عدد الأوراق المطلوبة المتراكم		عدد الأوراق المعروضة المتراكم	عدد الأوراق المعروضة
550	550	بالأفضل	-	-
25	575	329.5	875	250
50	625	329	625	75
00	625	328.5	550	150
00	625	328	400	200
100	725	327.5	200	0
200	925	327	200	0
-	-	بالأفضل	200	200

جدول رقم 03 : مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع

المصدر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 01)، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، سنة

2003/1424 هـ، ص 129

فهذا الجدول يبين عدد الأوراق التي يجب شراؤها عند المستوى المقابل للسعر وعدد الأوراق التي يجب بيعها عند المستوى المقابل للسعر. فالمكلف بالتسعير (Coteur) يمكنه اعتماد سعر 329 حيث توجد 625 ورقة معروضة مقابل 625 ورقة مطلوبة.

عندها يصبح العرض مساويا للطلب وتلي كافة الأوامر بالأفضل وكذلك الأوامر عند سعر 329.

## 2- تقنيات التسعير :

أ- **التسعير بالمناداة Cotation à la criée**: تحديد السعر بالمناداة يجب على رغبة العدد الأقصى من المتدخلين. فالسعر يعلن مقابل اسم الورقة المالية عن سعر أمس . فيبحث الوكلاء المتداولون بين وكلاء شركات البورصة عن طرف مقابل استنادا إلى السعر المعلن. فالبعض منهم يجد طرفا مقابلا والبعض الآخر قد لا يجد والمكلف بالتسعير قد يقترح سعرا جديدا إذا تبين أن هناك طلبا يفوق العرض. والعملية تتكرر طالما استمر بروز مشتريين جدد وحتى يجد هؤلاء بائعين مقابلين. إذن يعلن عن سعر يتم إشهارة وهذا السعر يعرف بـ Fixing الذي يستخدم كمرجع بالنسبة لكافة العمليات. والتسعير يتم بمناداة الوكلاء بأعلى أصواتهم على العروض والطلبات التي في حوزتهم باستعمال عبارات " لديّ j'ai " و"أخذ je prends" ونظرا للضجيج قد تستعمل إشارة باليد أفقيا في حال الشراء وعموديا في حال البيع.

ب- **التسعير عبر الدرج Cotation par casier**: قد يقترح مجلس بورصات القيم CBV تسمية إحدى شركات البورصة لكي تقوم بتسعير أوراقه حيث يوضع بتصرفها بموجب هذه الطريقة درج Casier يودع فيه باقي الوكلاء أوامره المتعلقة بالقيم المقابلة. في نهاية الفترة يقوم احد الوكلاء بإجراء جرد بالطلبات والعروض مشترطا السعر والكمية ومحددا في النهاية سعرا يجب على رغبة أكبر عدد من المتعاملين (Opérateurs).

ج- **التسعير عبر الصندوق La cotation par boite**: هذا الإجراء هو قريب من التسعير عبر الدرج لكنه يوضع تحت المراقبة واستخدامه يحصل استثنائيا.

د- **التسعير الآلية المستمرة Cotation automatique continue**: هذا النظام وضع في الاستخدام في بورصة باريس بدءا من العام 1985 ليختص بـ 5 قيم مسعرة بعدها توسع النظام CAC ليحاول كافة القيم المتحركة المتداولة في باريس والمناطق. ولكي يحل مكان الطرق التقليدية للتسعير. والأسعار التي تسعر بهذه الطريقة هي الأسعار التي تعرف تعاملات كثيرة وذلك كل 30 ثانية أو عند استقبال الأوامر. هذا النظام يعمل من خلال مبدأ المقابلة الدائمة للأوامر المدخلة في دفتر التسعير عبر المعلوماتية ويظهر عمل النظام على الشكل التالي:

أول سعر عند الافتتاح هو سعر التوازن للأوامر المقدمة خلال فترة ما قبل الافتتاح أما تحرك الأوامر فيحدث على الوجه الآتي: يصدر المستثمر أمرا لدى مؤسسة مالية، ثم يدون الأمر في الدفتر ومن ثم ينقل على الشاشة. هناك نظام آخر يقوم بنقل هذه الأوامر إلى كمبيوترات التسعير بالإضافة إلى نظام يقوم بنشر المعلومات وبالتسديد والتسليم.

### ج. لجنة أو مجلس إدارة البورصة:

تدار البورصة من خلال لجنة البورصة التي تهدف إلى حسن سير العمل في البورصة حيث أن بورصة باريس تشرف عليها هيئة تسمى بهيئة الأسواق المالية (AMF) Autorité des Marchés Financiers جاءت نتيجة اندماج لجنة عمليات البورصة (COB) Commission des Opérations de bourse ومجلس الأسواق المالية Conseil des Marchés Financiers ، بالإضافة إلى Euronext باريس التي تعتبر مؤسسة السوق التجارية تدير بورصة باريس وتتكفل بتأمين التنظيم والتعامل اليومي.

فأي لجنة أو هيئة مشرفة على أي بورصة تتمثل مهامها عموما فيما يلي<sup>(1)</sup>:

- التطوير الذي يمكن أن يتم من خلال: إيجاد البيئة الملائمة لحماية الادخار المستثمر في كل التوظيفات، وتشجيع وتطوير عمليات إصدار الأوراق والأدوات المالية والتحفيز على التعامل بها، وإيجاد الوسطاء للتعامل بالأوراق المالية.

<sup>1</sup> : ينظر :

- فليح حسن خلف – مرجع سبق ذكره – ص ص : 314-319.
- حسن حمدي، دليلك على البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، الطبعة الأولى سنة 2006، ص ص : 180-182.
- فيصل محمود الشواورة – مرجع سبق ذكره – ص ص : 59 - 60.
- صلاح السيد جودة – بورصة الأوراق المالية ، علميا - عمليا – الإشعاع – الإسكندرية، مصر - سنة 2006- ص 33.
- محمد الصيرفي – البورصات – دار الفكر الجماعي ، الإسكندرية – مصر - الطبعة (1) ، سنة 2006- ص 118.
- ضياء مجيد، البورصات- أسواق المال وأدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، سنة 2005. ص ص : 17-

- Michel Fleuriet, Yves Simon – Bourse et marchés Financiers, Ed. economica Paris, 2000,P 50.
- Clara Barilari, Marion Stuchlik – Institutions économiques et Financières - ed. d'organisation – Groupe Eyrolles. Paris – 2006 - P 131.
- Paul Jacques Lehmann - Op.cit. pp : 64-77.
- Mair Fereres- Gérard. Rivière , l'introduction en bourse: mode d'emploi , éditions d'organisation, Paris, 2<sup>ème</sup> tirage, 2000. pp : 28-30.

- توفير البيانات والمعلومات اللازمة للتعامل في السوق بشفافية، وهذه المعلومات تكون خاصة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها والوسطاء في السوق، وهذا طبعا مع التأكد من سلامة المعلومات والبيانات هذه من خلال مراقبتها بواسطة منح "وثيقة إعلام Visa" بالإضافة إلى توفير الآلية التي تجعلها متاحة لكافة المتعاملين.
  - سلطة تنظيمية للتعامل في الأسواق في مجالات خاصة مثل المعلومات للمصدرين، مهام الوسطاء، العروض العمومية وذلك بإصدارها: توصيات، إشعارات، تعليمات واستشارات.
  - سلطة إدارية خاصة: حيث يمكن للهيئة المشرفة أن توقف مجموعة تداولات في السوق المنظم أو أن تطلب من شركة البورصة عدم تداول أداة معينة أو الإيقاف المؤقت للتسعيرة، كما يجوز للجنة البورصة إذا طرأت ظروف خطيرة أن تقرر بأغلبية خاصة تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار الإقفال في اليوم السابق على القرار.
  - الرقابة والإشراف على عمل البورصة للتأكد من ضمان أن التعامل في الأوراق المالية لا يتم بممارسة طرق غير سليمة أي خلو التعامل هذا من ممارسات الغش والاحتيال والاستغلال والمضاربات غير الفعلية (الوهمية) وإن المعاملات تتم بشكل صحيح حسب الأنظمة والقوانين كما يجب على هذه الهيئة التأكد من أن الوسطاء يمارسون عملهم بشكل قانوني ومرخص به وحسب التعليمات والأنظمة ذات الصلة به.
  - سلطة تأديبية على المندوبين والوسطاء والسماسة حيث أن الهيئة المشرفة تقرر نوع العقوبة الواجب تنفيذها كما أنها تفحص تقارير المراقبة والتحقيق الذي يفتح عند استلام الشكاوي عن ممارسة عمليات لا تحترم مبدأ الشفافية مثلا التلاعب بالقيمة السوقية التي يمكن أن تمارس مباشرة أو بواسطة شخص يقترح تنفيذ عملية تهدف إلى عرقلة التعامل المنظم للسوق بالأداة المالية وبالتالي تؤدي إلى أخطاء. كما أن التلاعب يمكن أن يحدث بإشاعة أو إفشاء معلومة خاطئة أو سيئة. كما قد تستلم شكاوي عن جرائم الأطراف الداخلية المطلعة التي تحمل معلومات ممتازة باعتبارهم أشخاص إداريين أو مدراء الشركات أو بنكيين أو محللون ماليين (le délit d'initié) وهكذا قد تكون نوع العقوبة غرامة مالية.
- أما عن بورصة الجزائر نجد الإطار التنظيمي لها يتكون من هئتين هما<sup>1</sup>:

\* شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)، والتي تعتبر شركة مساهمة (SPA) تقوم بالإشراف على المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة التي تم قبولها في البورصة وهذا بمقتضى نص المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 في 1993/05/23.

\* لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): تتكون من رئيس و6 أعضاء وبمقتضى نص المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 في 1993/05/23 تتمثل مهام هذه اللجنة في تنظيم ومراقبة بورصة القيم المنقولة وذلك في

<sup>1</sup> - Mansour MANSOURI - la bourse des valeurs mobilières d'Alger - Ed. houma - Alger - 2002 - PP : 13 - 24.

المجالات التالية: رؤوس الأموال المخصصة للاستثمار، مدى مسؤولية الوسطاء ومضمون الضمانات التي يقدمها الزبون، الإصدارات، شروط التأهيل للأشخاص للقيام بالتعاملات على الأوراق المالية في البورصة، عمليات المقاصة، تسيير محفظة الأوراق المالية، عروض شراء القيم المنقولة، الإعلان المؤقت للمعلومات حول الشركة المدرجة في البورصة، شروط اعتماد شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير (SICAV) الصناديق المشتركة للتوظيف (FCP)، بالإضافة إلى وظيفة التنظيم لهذه اللجنة، وهناك وظيفة أخرى تتمثل في المراقبة من أجل حماية المستثمرين في القيم المنقولة وضمان الشفافية في السوق.

### 3. وظائف البورصة في التمويل وأهميتها وشروط كفاءتها:

#### أ. وظائف البورصة في التمويل:

تقوم البورصة بدور مهم في تمويل النشاطات الاقتصادية، حيث تنقل الأرصدة القابلة للاقراض، ورأس المال من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، ومن ثم تسهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف تتمثل فيمايلي: (1)

**1 - تعبئة المدخرات:** تساهم البورصة في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة، العائد والسيولة، ويؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية أكثر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات عن طريق استغلال اقتصاديات الحجم والتخصص في تقييم المشروعات الاستثمارية واختيار أكثرها إنتاجية.

**2 - إدارة المخاطر المالية:** تقوم مؤسسات الوساطة المالية بعملية توزيع للأرصدة المتاحة للإقراض والمتاحة للاستثمار بين المشروعات الاقتصادية المختلفة عن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية وتجميع المخاطر وإدارتها وفقا لمحددات الاستثمار واعتبارات العائد والمخاطرة والسيولة المرتبطة بها، بما يخفف من تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر

1 - ينظر: - نزيال أمينة - كفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة السواق المالية الخليجية - مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف:

بن بوزيان محمد- كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة تلمسان- 2007/2006- ص 11

- شذا جمال خطيب، صفاق الركيبي - العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال - دار مجدلاوي - عمان ، الأردن - الطبعة الأولى- 1429

هـ / 2008 م- ص ص : 59 - 62.

- صلاح الدين حسن السبسي - قضايا اقتصادية معاصرة، دراسات نظرية وتطبيقية - دار غريب - القاهرة ، مصر - الطبعة الثانية - سنة 2002 - ص 85.

- صلاح الدين حسن السبسي - الأسواق المالية - دار الفكر العربي - القاهرة - مصر - سنة 2008 - ص 161.

- محفوظ جبار، عديلة مريميت - مرجع سبق ذكره.

إخفاق مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد، هذا علما بأن أجهزة الوساطة المالية في النظم المالية الأكثر تقدما، لا تنظر فقط إلى استخدامات جارية أفضل للموارد ولكنها تأخذ باعتبارها أيضا الاستخدامات المستقبلية بهدف تحقيق تخصيص أفضل للموارد عبر الزمن وتحفيز التقدم التكنولوجي لتحقيق معدلات النمو المستهدفة وضمان استمراريتها.

**3 - تخفيض تكلفة المعلومات وتسعيرها :** تدفع البورصات عالية السيولة إلى حيازة المعلومات وتقديم أساليب الفرز والرصد حيث تقوم بجمع المعلومات وتعميمها حيث أنها تعكس أسعار الأوراق المالية، كما توفر البيانات والمؤشرات عن ملاءة المقترضين وجدوى المشروعات وفرص الاستثمارات المرشحة الأمر الذي يساعد المدخرين والمستثمرين على إتخاذ القرار الصحيح منتفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها.

**4 - أحكام الرقابة على إدارة الشركات :** تساهم البورصة بما توفره من معلومات في أحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها، بالإضافة إلى مساهمتها في توجيه الإداري للشركات والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك.

**5 - دورها في عملية الخصخصة :** عمدت الكثير من الدول إلى انتهاز سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد ، ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية في إطار ما يعرف بالخصخصة. ولكن هذه الأخيرة يعترضها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، ومن هنا تأتي أهمية البورصة حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذا السوق. وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصخصتها في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. فالبورصة تلعب دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح حيث ان البورصة تزدهر وتتوسع وتعمق بوجود عمليات الخصخصة، ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة تتمثل في توسيع البورصة وتشجيع صغار المدخرين بالإضافة إلى إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.

**6 - تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد :** إذ لو قامت البنوك المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي إحداث موجات تضخمية.

**7 - اتساع دائرة الأسواق المالية :** بما أنه يسمح للسوق المالي بمباشرة نشاطه بالعملات القابلة للتحويل وقبول طرح أسهم وسندات الشركات والحكومات المختلفة وبالعملات الأجنبية قد يؤدي إلى تحويل هذا السوق من سوق محلي إلى سوق إقليمي أو دولي.

**8 - علاج المديونية الخارجية :** تقوم أسواق الأوراق المالية الناشئة بجذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، الأمر الذي يترتب عليه تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي والمتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كما ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر، وذلك باستخدام تقنية توريق الدين التي تتمثل في عملية تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية وتعتبر هذه التقنية إحدى التقنيات التي تستخدم كأسلوب لمواجهة أزمة الدين ومحاولة تخفيض الرصيد القائم منه وذلك باستعمال السندات مثلا، وتقوم أسواق الأوراق المالية بدور في علاج مشكلة الدين الخارجي للدول النامية أيضا من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بأسهم الشركات المحلية المخصصة ، وهي أداة جديدة نسبيا بديلة للتمويل في سوق القروض الدولية .

**9 - استعادة رأس المال الهارب :** إن عدم وجود فرص للاستثمار في الأسواق المالية المحلية وغياب الثقة في المناخ الاستثماري يعد من أسباب هروب رأس المال إلى الدول المتقدمة المستقرة كما يرى البعض أن هروب رأس المال يقتصر فقط على تدفقات رأس المال الناتجة عن التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية. ومن ثم يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية الناشئة أحد عوامل الجذب لاسترداد الأموال الهاربة وخاصة تلك التي تبحث عن عائد أعلى وهو ما يتوافر في معظم تلك الأسواق ولقد لوحظ أن جزء من هذه الأموال الهاربة قد عاد إلى الأسواق الناشئة حتى قبل أن يكتشف المستثمر الأجنبي الفرص الاستثمارية في تلك الأسواق.

**10 - تلطيف التقلبات الاقتصادية والمالية :** يزيد الاقتراض من البنوك بغرض الاستثمار من تفاقم الدورة الاقتصادية نظرا لرغبة البنوك في زيادة الإقراض أثناء مراحل التوسع وإحجامها أثناء فترة الكساد. في حين ينطوي الاستثمار في محفظة الأوراق المالية على نوع من الثبات في هذا المجال، إذ نجد أن المستثمرين في المنتجات المالية المختلفة لاسيما الكبار منهم

يجمعون مثلاً عن البيع في أوقات الانخفاض الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنبون الخسائر الرأسمالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلطف الهزات المالية وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.

### ب. شروط كفاءة البورصة:

بما أن بورصة الأوراق المالية تقوم بمهمة أساسية تتمثل في تخصيص وحشد الموارد وتوجيهها نحو الاستثمارات في القطاعات الأكثر ربحية ذات المزايا النسبية في الاقتصاد. وهي بهذا تمثل قناة تضمن التمويل للاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية وحتى تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة. ويمكن تعريف كفاءة البورصة "بان تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة".<sup>(1)</sup>

يعتبر هذا المفهوم لكفاءة البورصة ما يعرف بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر الشروط التالية<sup>(2)</sup>

- ✓ توافر مناخ استثماري مستقر (La quiétude) يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي، فإذا قامت بورصة الأوراق المالية في ظروف اقتصادية ملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل ويستطيع المستثمر من خلال ذلك أن ينقل جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.
- ✓ عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق (La fluidité du marché).
- ✓ توافر هياكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة، بالإضافة إلى وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق حيث أن قرارات أي منهم لا يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم (L'atomicité du marché).
- ✓ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتساب أو إعفاء العائد من الضرائب (La rentabilité)

1 - إيهاب الدسوقي- اقتصاديات كفاءة البورصة- دار النهضة العربية- القاهرة- بدون سنة نشر- ص 32.

2- ينظر : - إيهاب الدسوقي ، مرجع سبق ذكره، ص 33.

- ذريال أمينة- مرجع سبق ذكره- ص ص: 123 - 124.

- عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، دار الفكر

الجامعي ، الإسكندرية، مصر، الطبعة 1 ، سنة 2006، ص ص : 151 - 168.

- صلاح الدين حسن السيسي- الأسواق المالية- مرجع سبق ذكره - ص ص: 162 - 163.



✓ انخفاض تكلفة المعاملات على النحو الذي يسمح للمستثمرين من تحقيق أرباح إضافية عند بيعهم للأوراق المالية التي يمتلكونها حيث ان انخفاض تكلفة المعاملات تساهم في رفع كفاءة السوق من خلال تحقيق مايلي :

- المنافسة الحرة بين العرض والطلب حتى يكون السوق متوازنا.
- توفير إمكانية تبادل القيم المتداولة بصفة مستمرة، وإنهاء مختلف العمليات بسرعة ودقة.
- المرونة حيث يجب ان تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق من مستثمر لآخر.

✓ توافر الإفصاح والعلانية (La transparence du marché) حيث تتاح المعلومات لجميع أطراف السوق وبدون أي تكلفة ومن ثم تماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم، وفي حالة عدم تماثل المعلومات يمكن استعمال وسائل تخفض من ذلك ومن بين هذه الوسائل مايلي :

- نماذج بإشارات مالية : تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان، للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامّة عن معلومات تسمح للمساهمين والدائنين بالترقية بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية. وهناك من يقترح استعمال الخيارات أو المشتقات كأداة لتخفيض المخاطر الناجمة عن عدم تماثل المعلومات أو استعمال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

- نماذج بميكانيزمات محرضة : ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان ويشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء حيث ان الضمان يعتبر سلطة مقنعة تحد من الخطر المعنوي من جهة ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة يعتبران سلطة تقريرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء.

- نظرية الإشارة : تعتبر من أهم الآليات الحديثة التي توصل إليها الفكر المالي للقضاء على مشكل عدم تماثل المعلومات وذلك باستعمال أدوات للإشارة مثل هيكل راس المال كأن يرسل مسير المؤسسة إشارة إلى السوق أن المؤسسة قادرة على تسديد ديونها بدون أي صعوبة وهذا ما يدل على كفاءة المؤسسة، أو أن يرسل المسير إشارة بالرفع في رأس المال إذا كان السهم المقيم بأقل من قيمته أو التخفيض من رأس المال أي إعادة شراء الأسهم في حالة غياب فرص الاستثمار بنسبة المردودية المطلوبة. كما يمكن للمسير استعمال سياسة توزيع الأرباح كإشارة على مردودية المؤسسة والصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.

✓ السيولة (La liquidité) : ويقصد بها إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسهولة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، حيث ان للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وحتى يتسم السوق بالسيولة لا بد من توافر الخصائص التالية:

- عمق السوق ( Deep market ) : حيث تكون حركة التعاملات فيها نشيطة ويتحقق مع ذلك وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية.
- اتساع السوق : وذلك بوجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية وبحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية كما لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع.
- سرعة استجابة السوق (Resiliency) ويقصد بها القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية.

وبالنسبة للعلاقة بين الكفاءة والسيولة ، فقد تكون تغيرات سعرية عارضة تعود لتصرفات المستثمرين الذين لا يتوافر لديهم أية معلومات ويتصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة ويطلق على أولئك فريق الضوضاء، وفي ظل هذا النوع من التغيرات تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها ولا يتغير هذا الهامش، وحتى ولو فرض تغيره فان سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات. أما التغيرات السعرية غير العارضة تعود إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة، وهي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات احدث، حيث إذا كانت المعلومات ايجابية تتجه الأسعار إلى أعلى، بخلاف ذلك إذا وردت معلومات سلبية تتجه الأسعار إلى الأسفل. فالتغيرات السعرية العارضة تتفق والكفاءة لأنها تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية إلا بناء على توافر معلومات جديدة كما تنسجم مع متطلبات السيولة حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة وأدنى خسارة ممكنة. وعلى خلاف ماسبق فان التعارض يبدو واضحا بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية بل ستتحرك تدريجيا في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة، حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة، الأمر الذي يتيح لبعض المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر.

## ثالثا : نماذج عن بعض البورصات

1. **البورصات الأمريكية<sup>(1)</sup>**: تحتل أسواق الأوراق الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية. كما تحتوي على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة. ويشهد على ما هو موجود في وال ستريت (Stock Exchange American) ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board Trade كما تتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلات والخيارات اللذان بدا التعامل بهما في السبعينيات.

وفي نيويورك تكتسب الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس المال المخاطر، حيث تعتبر شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة. كما كان لها دور مشهور خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر وقد كان أبرزها NASDAQ والتي تتعامل الكترونيا مع قرابة 1300 شركة.

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالكفاءة العالية ونظام معلومات مالي متقدم إضافة إلى القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية كما يتم تأمين المعاملات بالبورصة من خلال جهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية، كما تطور وتحدد البورصات بشكل مستمر. وبقيت بورصة نيويورك إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر من 1300 عضو، وتحولت في عام 1971 إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد بقيت غير محددة إلى غاية أزمة 1929 لكي تصبح بعدها أكثر جمودا.

2. **البورصات الفرنسية<sup>(2)</sup>**: تتمثل السوق الفرنسية بشكل رئيسي في بورصة باريس حيث يتم التداول عن طريق شركة أعضاء البورصة Sociétés de Bourse إذ الذي يميز السوق الفرنسي هو انه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر في المدن الفرنسية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا ونانسي. وهذه البورصات تمثل نظاما متكاملًا تخضع لنفس السلطات ولنفس القواعد وتنشر البيانات وفي هذه السوق تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام الكتروني مركزي يعرف باسم CAC وهذا النظام يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في أوراق مالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد.

1 - ينظر: - رسمية احمد أبو موسى - الأسواق المالية والنقدية - دار المعترز - عمان - الأردن - الطبعة 1 - 1425 هـ/2005م ص ص : 58 - 59.

- بوكساني رشيد - معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها - رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية - تحت إشراف قدي عبد المجيد- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة الجزائر - 2006/2005 - ص ص : 107-108.

2 - فريد النجار - البورصات والهندسة المالية - مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر - 1999/1998 - ص ص : 122-123.

كما أن البورصات الفرنسية لا تعتبر جذابة للاستثمارات الدولية، وتسجل بورصة باريس عددا محمدا من الأسهم الأجنبية بالمقارنة للأسهم الفرنسية المسجلة في البورصة وتعامل بورصة باريس في أوراق مالية ذات عائد ثابت (سندات). وتحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وكيفية تداولها في البورصة. ويقلل من نشاط البورصة القيود الإدارية والضرائب ذات المعاملة التمييزية والإجراءات المطولة التي تضعف من جذب الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق المال الفرنسية. ودعت إدارة الاقتصاد الفرنسي مؤخرا إلى الأخذ بالتدابير اللازمة لتداول أسواق المال الفرنسية على النحو التالي:

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة
- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة
- جذب الاستثمارات الدولية
- زيادة ساعات التداول في البورصة
- زيادة المعلومات للمستثمرين
- تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية
- إعطاء حريات الوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك.

3. **بورصات اليابان<sup>(1)</sup>**: تعتبر اليابان قوة اقتصادية ضخمة حيث يظهر هذا التفوق في العديد من المجالات ومن بينها الميدان المالي، حيث نشأت أول بورصة في اليابان بطوكيو وأوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك. وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868-1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداء من عام 1930. وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي. وكانت بورصة طوكيو وأوزاكا وناويا من أول البورصات اليابانية تطورا عام 1961 وأصبحت بورصة طوكيو التي تمثل 86% من حجم العمليات الإجمالية لكافة البورصات اليابانية، من أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987. ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في 8 بورصات محلية وهي: طوكيو، أوزاكا، نابويا،

<sup>1</sup> - ينظر: - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 115.

- رسمية احمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص : 60-61.

- وسام ملاك- البورصات والأسواق المالية العالمية- الجزء 02 - دار المنهل اللبناني. بيروت - الطبعة 01 - سنة 1424 هـ. 2003م - ص ص :

هيروشيما، نياجاتا، فوكاكا، كيوتو، سابورو. أما فيما يخص الأوراق المالية المتداولة في البورصات اليابانية فتنقسم إلى أسهم وسندات، حيث تنوع بورصة الأسهم في طوكيو إلى ثلاثة أقسام: قسم أول حيث شروط القبول هي أكثر تعقيدا، والقسم الثاني انشأ عام 1961 يشترط أن تكون مسعرة أولا الشركات الجديدة، وقسم ثالث يتعلق بالأسهم الأجنبية.

أما السوق خارج التسعير فقد خسر الكثير من أهميته منذ إنشاء القسم الثاني حيث في الوقت الحالي هناك أكثر من 100 شركة تقوم بتبادل أسهمها في هذا السوق. أما في بداية السبعينيات أنشئ سوق خاص بالسندات التي تترافق مع عقد بإعادة شرائها فالبايع هو شركة تحتاج مؤقتا لرؤوس أموال قصيرة الأجل، أما المشتري فهو يبحث عن استثمار الفائض في رؤوس أمواله القصيرة الأجل. فبعد عام 1975 جرت في هذا السوق أكثر من نصف العمليات على السندات، حيث عرفت بورصة طوكيو ارتفاعا مستمرا وسريعا وهو ما صاحب الأداء المرتفع للشركات اليابانية وانخفاض معدلات التضخم وظهور الفائض في الميزان التجاري. وتمثل خصائص البورصات اليابانية فيما يلي:

- انخفاض المخاطر
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- استقرار التداول في البورصات اليابانية
- زيادة عدد الشركات المسجلة
- انتشار الوعي الادخاري لدى اليابانيين
- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية
- تحسين شروط تسجيل الشركات اليابانية
- تطوير أسواق السندات
- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية
- الاهتمام بمقياس الأداء الاقتصادي
- مكنتة العمليات في البورصة بالحواسيب المتقدمة
- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية
- تدويل البورصات اليابانية حيث تم التوجه نحو الخارج بواسطة (A.D.R) American Depositary receipts على اثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريضة على رفع اعتبارها عبر تسعير أوراقها المالية في البورصات

الأمريكية وهذه الصيغة كانت قد أقرتها وزارة المالية اليابانية في عام 1961، في السنوات اللاحقة توسعت هذه الصيغة لكي تطاول الأسواق الأوروبية وعلى وجه الخصوص سوق اليورودولار Euro-dollar وفي عام 1971 حصل المستثمرون اليابانيون الفرديون على إذن بشراء قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية. لكن التطور الأكثر وضوحا من ناحية تدويل السوق كان قد حصل في عام 1977 وتتضمن الإصدار الأول لسندات اليورو-ين في السوق الدولي. كما ضاعفت بيوت الأوراق المالية اليابانية من عدد فروعها (Branches) وفروعها المستقبلية (Filiales) في الخارج بالإضافة إلى ميلها للتعاون مع مؤسسات مالية أجنبية. وكان لهذه البيوت مكاتب لها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وهونغ كونغ وسينغافورة والبحرين. حيث لوحظ أنها كانت تحقق حوالي 10% من مداخيلها نتيجة عمليات خارجية خلال الثمانينات، حيث في عام 1981 أصبح البيت المالي الياباني الأكثر أهمية Nomura عضوا في بورصة نيويورك. كما ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام 1970 من خلال إصدار سندات أجنبية بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الداخلي الياباني بغية الاستثمار حيث في عام 1973 قررت بورصة طوكيو قبول تسعير إصدار أسهم أجنبية. وإبتداءا من عام 1972 حصلت العديد من بيوت الأوراق المالية الأجنبية على إذن بفتح فروع لها في اليابان.

4. بورصة الجزائر: تعود فكرة نشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الصلاحيات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال للمؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع مابين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988. حيث لا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم. وبالرغم من الصعوبات التي اعترضت انطلاقها إلا انه قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 1993/04/25 المتعلق بسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93 - 10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.<sup>(1)</sup> وتتمثل المبررات الأساسية لإنشاء سوق للأوراق المالية هي<sup>(2)</sup>:

1 - شيخي بلال - السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي - في : ( دورية دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث، دار الخلدونية - الجزائر - العدد الثاني عشر، فيفري 2009، ص 118).

2 - عبد اللطيف مصطفى، دور البنوك و الأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي، دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تحت إشراف: الأستاذ بن بوزيان محمد، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير جامعة تلمسان 2008/2007، ص315.

- زيادة النمو الاقتصادي
  - زيادة دور القطاع الخاص في التنمية
  - بسبب محدودية القطاع المصرفي في جذب المخدرات المحلية
  - جذب الاستثمار الأجنبي وإعادة توطين الأرصدة المهاجرة
  - المساعدة في سياسة الخوصصة.
- وما يلاحظ على بورصة الجزائر أنها لا زالت إلى اليوم تعاني من عقاب حالت دون انطلاقها الفعلية تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:
- عراقيل قانونية: وتتمثل في تلك القوانين التي تقف عائقاً أمام تحقيق بعض المبادئ الاقتصادية التي تهيئ الظروف المناسبة لقيام البورصة كالتمثيل الإداري، عدم مواكبة القوانين للتطورات الاقتصادية، التباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب لمتطلبات اقتصاد السوق.
  - عراقيل اقتصادية: وتتمثل في أن أغلب الشركات ملك للدولة، انتشار التضخم وعدم ارتفاع عوائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، عدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود على انعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظرف الخاص الذي تعيشه البلد، ضعف المنافسة في السوق المالية لقلّة الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخوصصة.
  - عراقيل إدارية: تتجلى في الأنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية
  - عراقيل إعلامية: ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار.
- انطلاقاً من كل ما سبق يلاحظ أن بورصة الجزائر تتسم بالهشاشة وضعف دورها في تمويل الاقتصاد الوطني فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها يمكن اقتراح جملة من الحلول تتمثل فيما يلي<sup>(2)</sup>:
- اقتراحات قانونية: تجنب الفراغات القانونية، تجنب البعد بين الإصدار والتنفيذ ويجب أن تكون القوانين شفافة وشاملة لا تخص جانباً وتهمل جوانب أخرى، تحديد الأدوار، وضع القوانين التشجيعية، التنوع وتدعيم الرقابة وخلق الثقة.

1 - عبد الله مصيطفى، مرجع سبق ذكره، ص317.

2 - نفس المرجع السابق، ص317.

- اقتراحات اقتصادية: وتتمثل في تشجيع الادخار المحلي، رسم استراتيجيات للخصوصية تأخذ بعين الاعتبار الظروف والعوامل المحلية، ضمان التوازنات الاقتصادية الكلية، التخفيف من حدة الديون الخارجية للاستفادة من الأموال داخليا، بناء قاعدة معلوماتية، السعي لربط السوق المحلية بالإقليمية والدولية، تقوية النظام البنكي وتنشيط عمليات الوساطة، تشجيع تدفقات رؤوس الأموال والاستثمار داخل الوطن.
- اقتراحات اجتماعية: تطوير الإعلام الاقتصادي الموجه للجمهور، ترغيب الشرائح الاجتماعية في الادخار، البحث عن طرق ووسائل مالية جديدة تستجيب للجانب الديني الذي يحذر استعمال الفائدة.

رابعا: مؤشرات تنمية البورصة: لتنمية البورصة نعتد مجموعة مؤشرات كمايلي<sup>1</sup>:

### 1. مؤشرات متعلقة بحجم ، سيولة وعمق السوق:

- أ- **حجم السوق : رسملة البورصة La capitalisation boursière** : إن أهمية البورصة تظهر آثارها على اقتصاد الدولة، هذه الآثار تاس بمجموعة معلومات تؤخذ من مجموع الميزانية والموجودات الفعلية. ويمكن أن تأخذ رسملة البورصة واعتبارها عنصر هام تسمح بأخذ فكرة عن البورصة حيث أنها تعرف بالقيمة السوقية مضروبة بعدد الأسهم المتداولة في البورصة. بالإضافة إلى ذلك فهي تعتمد على حجم رأس المال المدرج في البورصة. كما تتمثل مهام رسملة البورصة فيمايلي:
- تسمح بالمقارنة بين البورصات في كل مكان.
- تسمح بتقييم تطور البورصة في تاريخين مختلفين (مثلا حالة البورصة اليوم مقارنة بالأمس أو مقارنة بسنة الأساس).
- المقارنة مع الاستثمارات (  $R1 =$  رسملة البورصة / مجموع الاستثمارات الوطنية). فهذه النسبة توضح مساهمة البورصة في تمويل التنمية.
- المقارنة مع الناتج الوطني الإجمالي (  $R2 =$  رسملة البورصة / الناتج الوطني الإجمالي). فهذه النسبة توضح مدى اهتمام الأفراد بالبورصة.
- مقارنة رسملة البورصة لمجموعة أقوى المؤسسات مع رسملة البورصة الإجمالية. (  $R3 =$  رسملة البورصة ل  $n$  عد أكبر الشركات / رسملة البورصة الإجمالية).

<sup>1</sup> - Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang - croissance et marché financier - une approche empirique - Dunod -1995 - PP: 8-15



وهذه النسبة تقارن مع الناتج المحلي الإجمالي PIB، حيث أن  $(R4 = R3 / PIB)$  وبالتالي فإن هذه النسبة تعكس أهمية الشركات الوطنية في النمو الاقتصادي الوطني.

وتبقى النسبة R5 أحسن مؤشر لمساهمة البورصة في النمو الاقتصادي حيث

$$R5 = \text{رسملة البورصة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

**ب- سيولة السوق:** إلى جانب رسملة البورصة أو القيم المتداولة ، يوجد مؤشر آخر يتمثل في السيولة ، ولتقييم السيولة يوجد مقياسين:

الأول يتمثل في النسبة R6 حيث  $(R6 = \text{القيمة الإجمالية للمعاملات} / \text{الناتج المحلي الإجمالي})$ . فهذا المقياس يكمل مؤشر حجم السوق (الذي يحسب بالنسبة R5) لأنه قد يكون السوق ذو حجم كبير لكنه حامل غير نشيط.

أما المقياس الثاني يتمثل في معدل الدوران ويحسب كمايلي:

$$R7 = \text{حجم المعاملات} / \text{حجم رسملة البورصة}$$

**ت- عمق السوق :** يمثل عمق السوق بعد آخر للسيولة ، فهو يشير إلى كمية الأوراق المالية القابلة للتداول بسعر السوق. بمصطلح آخر عمق السوق يقيس تأثير أمر يمكن أن يمارس على سعر السوق المالي. ويمكن أن يقاس عمق السوق بالنسبة التالية:  $R8 = M2 / PIB$  وهذا راجع لأن الكتلة النقدية ترتبط بفعالية النظام المالي في توفير السيولة.

**2. حجم الوساطة المالية :** قد تتمثل مؤشرات تنمية البورصة في مؤشرات نشاط الوساطة المالية كمايلي:

**أ- حجم الوساطة المالية :** وتقاس كمايلي:

$$R9 = \text{سيولة النظام المالي} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

**ب- درجة تخصص البنوك التجارية في القروض المرخصة لها :** وهذا في اطار السياسة النقدية وتقاس كمايلي :

$$R10 = \text{القروض المرخصة للبنوك التجارية} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

ت- أهمية القروض البنكية: وتقاس كمايلي :

$$R11 = \text{قروض المؤسسات الخاصة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

3. كثافة واتساع النظام المالي : إن كثافة واتساع النظام المالي نطبق في معناها في جزء أن القنوات المالية تتماسك

شيئا فشيئا لتنتج نمو في الناتج المحلي الإجمالي ممثلة في الأصول المالية. فهذه الكثافة والاتساع للنظام المالي لها إيجابيات تتمثل فيمايلي :

- العرض الكبير للأدوات المالية المختلفة.
- أفضلية التوظيف في البورصة.
- انضمام عدد من المؤسسات المالية للتعامل في البورصة
- الشفافية في السوق.
- الوفرة في وجود هيكل متكامل من المؤسسات المالية ووجود عدد كبير من المستثمرين في السوق (L'atomicité du marché)، وكل هذا يؤدي إلى نمو اقتصادي نتيجة تعبئة المدخرات إلى الأسواق المالية.

4. اندماج بورصة معينة مع الأسواق المالية العالمية:

من نتائج اندماج الأسواق المالية يوجد نتيجتين أساسيتين :

- الاندماج يزيد من كفاءة التسعير للأسواق المالية والكفاءة الداخلية وكفاءة التشغيل. فوجود كفاءة التسعير يعني أن المعلومات الجديدة المتوفرة مسيرة بدقة ومتكاملة من أجل تحديد سعر الأصول في البورصة، أما وجود كفاءة داخلية يعني أن فرص التوظيف المتاحة للمستثمر تسمح له بتعظيم حاجاته وما يفضله. ووجود كفاءة التشغيل يقصد بها انخفاض في تكلفة العمليات المالية وارتفاع في الأرباح من الإنتاجية التي ترتبط باقتصاديات الحجم.
- الاندماج بين الأسواق يسمح بتكامل النمو للاقتصاديات بصفة عامة وللاقتصاديات بصفة خاصة ، فالاندماج بين الأسواق المالية يؤدي إلى نمو اقتصادي قوي.

خامسا: دورة البورصة والدورة الاقتصادية<sup>1</sup>:

التحليل المزدوج بين البورصة والنمو الاقتصادي يبين أن هناك علاقة انتقالية ليست متوافقة في الوقت بحيث أن بيانات البورصة تسبق الاقتصاد بحوالي سداسي ، بمعنى آخر قبل أن يباشر النمو الاقتصادي، مؤشرات البورصة تكون قد سجلت اتجاهات نحو الارتفاع. في جويلية 2010 مثلا الأخضر سجل من طرف أغلبية البورصات العالمية وهذا يسمح ببناء توقعات حول النمو الاقتصادي العالمي. فهل نثق بدون تبصر أنه عند ارتفاع مؤشرات البورصة تكون متوافقة مع باروماتر حقيقي للصحة المالية للاقتصاد في مجموعه؟

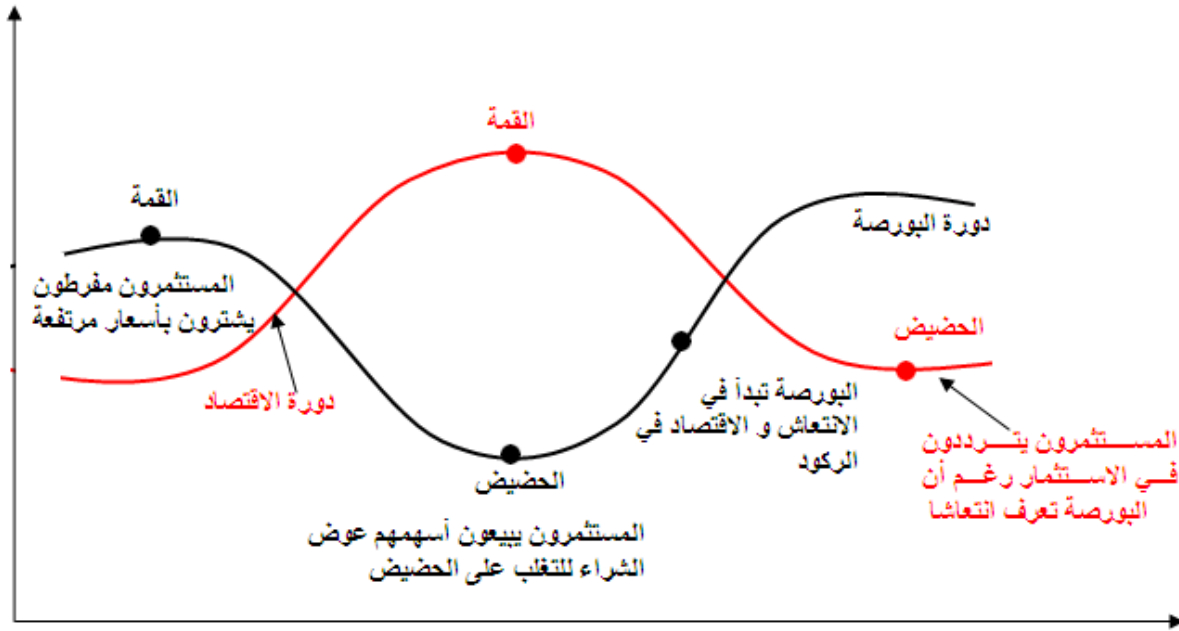
خطر الإخفاق والفضل يمكن أن يظهر بالمدى الواسع لأن الأسواق قد يكون رد فعلها أسوأ في حالة عدم التأكد وبالتالي تنحل المضاربة وتصبح التوقعات مبالغ فيها. هذه الحالة ينتج عنها مؤشر الخوف أو مؤشر التقلب الذي يفوق 30، أما إذا تم التعامل في البورصة بحذر وعقلانية فهذا يمكن أن يؤدي إلى نمو اقتصادي في الأجل القصير.

دورة البورصة لها علاقة ضيقة مع الدورة الاقتصادية ، ففي الواقع قوة الاقتصاد هي التي تسبب نمو الأرباح للمؤسسات ومع ذلك فالصحة المالية للاقتصاد ليست متوافقة مع الدورة الاقتصادية. فالمؤسسات تعرف أحسن النتائج مع نهاية مرحلة الازدهار وخلال مرحلة التوسع في الازدهار أي الفورة (Surchauffe) السوق يعرف انخفاضاً والمؤسسات تحقق خسارة. فرغم الأداء الاقتصادي السيء يمكن للأسواق المالية أن تمنح فرصا بشراء أوراق مالية بسعر مناسب. فهذه الثنائية ركود اقتصادي ، جذب البورصة للمستثمرين تفسر وجود ارتباط بين دورة البورصة والدورة الاقتصادية بهدف بناء توقعات من أجل تقدير اتساع النمو أو تراجع المرحلة القادمة للدورة الاقتصادية. وكل هذا بالاستناد إلى مؤشرات متقدمة ثم الاتجاه إلى مؤشرات متأخرة من أجل التأكد من الأحداث الاقتصادية الماضية.

من بين المؤشرات المتقدمة يوجد : مؤشر الثقة ، حالة مؤشرات البورصة. أما المؤشرات المتأخرة فتتمثل فيما يلي : معدل البطالة ، الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة الضعيف في فترة الركود الاقتصادي من أجل إنعاش نفقات الاستثمار للمؤسسات ونفقات الاستهلاك للعائلات.

ويمكن تمثيل العلاقة بين دورة البورصة والدورة الاقتصادية بالشكل التالي:

<sup>1</sup> - Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang – Op.cit – PP: 22-28.



شكل رقم 02: البورصة والاقتصاد : الارتباط

Source : Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang – croissance et marché financier – une approche empirique – Dunod – 1995- p 29

إن الفجوة بين الدورة الاقتصادية ودورة البورصة تمثل تحدي وإثارة للمستثمرين. فعند القمم أو الحضيض (Sommet ou creux) يميل بعض المستثمرين للاسترشاد بمشاعرهم لذلك يشترون بأسعار مرتفعة أو يبيعون بأسعار منخفضة وهذا يعتبر عكس ما يجب القيام به (الشراء بأسعار منخفضة والبيع بأسعار مرتفعة).

سادسا : دراسات حول العلاقة بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي:

إن البورصة تعرض منهجية أخرى لنقل المدخرات في الاقتصاد، فهي تنشط الاستثمار الإنتاجي الذي يساهم كذلك في النمو الاقتصادي. فقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة على العلاقة الوطيدة التي تربط تطور البورصة بمعدلات النمو الاقتصادي يمكن أن نوردها كمايلي<sup>1</sup>:

ومن بين هذه الدراسات تلك التي قامت بها كل من Ross Levine and Sara Zervos 1996 وتتحدد متغيرات الدراسة على النحو التالي :

<sup>1</sup> - ينظر: - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص ص : 236 - 242 .

- شذا جمال خطيب - صعق الركيبي - مرجع سبق ذكره - ص ص : 56 - 58 .

- المتغير التابع : يتمثل في معدل النمو الاقتصادي بدلالة معدل نمو نصيب الفرد السنوي من الناتج المحلي الإجمالي.
- المتغيرات التفسيرية وتشمل :
  - درجة نمو البورصة وقد استخدمت الدراسة ما يسمى بالمؤشر المركب يتضمن المعلومات عن كل من حجم السوق معبرا عنه بمتوسط نسبة رأس مال السوق، درجة سيولة السوق معبرا عنها بنسبة التداول ومعدل الدوران مع افتراض وجود علاقة طردية بين مؤشر السيولة والنمو الاقتصادي، درجة الاندماج الدولي ويعبر عنها بقيمة الخطأ في تسعير الخطر.
  - الرصيد المبدئي لكل من رأس المال المادي ورأس المال البشري وتم التعبير عنهما بدلالة متوسط الناتج المحلي الحقيقي في بداية فترة الدراسة ومستوى التعليم معبرا عنه بمعدل التسجيل في المدارس الثانوية.
  - متغير الاستقرار السياسي.
  - متغيرات السياسات الاقتصادية الكلية والمتمثلة في نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم.
  - علاوة سعر الصرف الأجنبي في السوق السوداء لتعكس الأثر الذي قد تمارسه الأسعار العالمية على النمو الاقتصادي.
  - مستوى العمق المالي ويعبر عنه بنسبة ( $M_2$ ) إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث ( $M_2$ ) تمثل قيمة العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي حيث تعكس هاته النسبة أهمية قطاع الوساطة المالية في النمو.
- وباستخدام بيانات سلسلة زمنية قطاعية تشمل 41 دولة في الفترة (1976-1993) وباستخدام طريقة المربعات الصغرى تبين وجود علاقة ارتباط طردية بين البورصة ومعدل النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.
- كما استخدم (Aije and Jovanovic 1993) نمجا مماثلا ووجدوا أن هناك علاقة ارتباط بين نسبة التداول ومعدل النمو الاقتصادي وقد شملت الدراسة 40 دولة خلال الفترة (1980-1988).
- وفي دراسة قام بها (Ross Levine 1996) لتقييم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1976-1993) في عينة شملت 38 دولة قسمت إلى 4 مجموعات كالتالي :
- ✓ المجموعة الأولى تتسم البورصات الموجودة بها في عام 1976 بمستوى سيولة فوق المتوسط وتتسم أجهزتها المصرفية بأنها متطورة بدرجة فوق المتوسط.

- ✓ المجموعة الثانية لديها بورصات تتصف بالسيولة ولكن كان مستوى تطور أجهزتها المصرفية أقل من المتوسط.
- ✓ المجموعة الثالثة وتصف بان درجة سيولة البورصات دون المتوسط ولكنها تتميز بوجود أجهزة مصرفية متطورة.
- ✓ المجموعة الرابعة وتتنصف بان البورصات غير سائلة وكانت درجة تطور أجهزتها المصرفية دون المتوسط.

وقد تبين أن البلدان التي تتميز بسيولة البورصة ولديها أجهزة مصرفية متطورة قد حققت نمواً أسرع من البلدان التي لديها بورصات غير سائلة أجهزة مصرفية غير متطورة.

وتمارس البورصات تأثيرها على النمو الاقتصادي من خلال التأثير على القرارات التمويلية للشركات وتوضح دراسة قام بها (Demirguc- Kunt and Makshmovic 1996) لبحث تأثير البورصة على الخيارات التمويلية للشركات في عدد 30 دولة صناعية ونامية خلال الفترة (1980-1991) فالشركات في الدول التي يتوافر لديها أسواق غير متطورة للأوراق المالية تزيد في بداية الأمر نسبة ديونها إلى حقوق الملكية. وبالنسبة للشركات المتواجدة في الدول التي لديها بورصة متطورة فإن المزيد من التنمية في البورصة يؤدي إلى تزايد إحلال التمويل بالأسهم محل الديون.

وقد قام (Boyed and Smith 1996) بدراسة أسهمت في تفسير الجوانب الهامة للدراسة التي قام بها كل من (Demirguc and makshmovic) بخصوص العلاقة بين البورصة والاختيارات التمويلية للشركات، حيث قاما بتكوين نموذج تقوم من خلاله الشركات بتمويل التراكم الرأسمالي من موارد خارجية تعتمد على توليفة من الديون والأسهم وقد أدمج ذلك النموذج كل من مستوى تنمية سوقي الأسهم والسندات مع قرارات الاستثمار في رأس المال المادي. وقد تنبأ النموذج بأنه عندما يتحرك الاقتصاد عبر مسار النمو فإن استخدام المزيد من التكنولوجيا المتخصصة والمعقدة يكون أكثر شيوعاً ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى ارتفاع التكلفة النسبية لمراقبة الشركات الأمر الذي قد يدفع الشركات إلى خفض الاستثمارات في المشروعات التي تتمتع بعوائد مرتفعة ويصاحبها تكاليف مراقبة مرتفعة، ولأن تلك الاستثمارات غالباً ما ترتبط بارتفاع نسبة الديون، فإن الدراسة تتنبأ بأن الدول سوف تتجه لزيادة مصادر التمويل عن طريق الأسهم وخفض الاعتماد على التمويل عن طريق الديون.

وتقترح الدراسة أنه عند المستويات المتدنية للتنمية لا تستخدم مصادر التمويل عن طريق إصدار الأسهم وحينما تبدأ عملية التنمية ويصل متوسط الدخل الحقيقي لمستوى معين تبدأ الشركات في إصدار أسهم ويشجع المدخرون في شراء الأسهم.

Bencivenga et Al(1996) et Levine (1991) استخلصوا أن سوق البورصة السائل يخفض

المخاطر ويقلل من تكلفة الاستثمار في المشاريع الطويلة الأجل وهذا يوطد آفاق النمو. وبالنسبة ل Saint – Paul (1992) استخلص أن البورصة لها أثر إيجابي على إنتاجية المؤسسات.

Bamba (2001) et Kyle (1984) أفرا بوجود ارتباط إيجابي بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي حيث في اقتصاديات يوجد فيها أسواق مالية متطورة يكون هناك مستوى أعلى من التطور مقارنة باقتصاديات يوجد بها أسواق مالية أقل تطوراً.

(morck et al 1990),(Shleifer et Summers 1998) بالنسبة لهؤلاء استخلص وان البورصة تشجع الأرباح في المدى القصير و لا تسمح لمديري المؤسسات أن يركزوا على الآفاق في المدى الطويل المتعلقة بالاستثمارات .

بالنسبة ل(singh et weiss(1998) يستخلصون أن البورصة إذا كانت تستطيع جذب الاستثمارات و رؤوس الأموال الأجنبية فان تدفقاتها ليست إلا مضاربات و أحيانا ترتبط بنشاط الاستثمار حيث تشير الإحصائيات إلى أن 90% تمثل التدفقات المالية الناتجة عن المضاربة في الأسواق المالية العالمية .

من وجهة نظر أخرى هناك بعض الكتاب يعتبرون نوادي للقمار ليس لها أثراً إيجابياً بل قد يكون لها أثر سلبي على عملية التنمية الاقتصادية وقد أكد على ذلك (Mayer 1988) الذي اعتبر أن وجود سوق متسع لرأس المال قد لا يمثل بالضرورة مصدراً من مصادر التمويل المؤسسي كما أشار (Stiglitz 1985 , 1994) إلى أن سيولة الأسواق المالية قد تمثل عاملاً محبطاً لما قد يترتب عليها ضعف في الرقابة على إدارة الشركات نتيجة لتسهيلها عملية تخلص أي فرد من حصته في الشركة، وقد رأى (Devereux and smith.1994) أن الزيادة في توسيع المخاطر عبر الأسواق رأس المال يمكن أن تؤدي إلى تخفيض معدلات الادخار وبالتالي معدلات النمو الاقتصادي.

#### سابعاً: الدراسات السابقة حول البورصة والنمو الاقتصادي:

يخصص هذا العنصر للدراسات السابقة المتعلقة بالبورصة والنمو وذلك بعدما تناولنا الجوانب النظرية لكل من البورصة على جهة والنمو الاقتصادي من جهة أخرى حيث أن البورصة مصدر من مصادر التمويل الذي يساهم في تمويل النشاطات الاقتصادية وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي حيث أكدت على ذلك العديد من الدراسات عند مقارنة مؤشر تنمية البورصة مع مؤشرات النمو الاقتصادي.

1. هدفت دراسة (وليد أحمد صافي ، 1997/1996) والمعونة ب " سوق الأوراق المالية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية سوق عمان المالي " إلى معرفة مكانة الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية بالإضافة إلى معرفة الأدوات الأساسية المتداولة في تلك الأسواق و كذلك التطورات التي تعرفها هذه الأدوات ، و ماهي قدرات الدول العربية في إنشاء مثل هذه الأسواق ، و ماهي الصعوبات التي تحول دون إقامة مثل هذه الأسواق ومدى إمكانية إقامة سوق عربية موحدة . و قد تناول الباحث هذه الدراسة في أربعة فصول: الفصل الأول تطرق فيه للنظام الداخلي للبورصة والفصل الثاني خصصه للأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية أما الفصل الثالث تناول فيه أهم البورصات الدولية و الأسواق المالية العربية و أما الفصل الرابع والأخير تناول سوق عمان المالي.
2. هدفت دراسة (بن حاسين بن اعمر، 2003 / 2004) والمعونة ب "عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية - حالة الجزائر-" إلى معرفة أهم العقبات التي تحد من قدرة الأسواق المالية على القيام بدورها في الدول النامية خاصة في الجزائر. وقد تم تقسيم الدراسة إلى 5 فصول: استعرض في الفصل الأول أسواق المال كحتمية اقتصادية أما الفصل الثاني تم التطرق فيه للبورصات و الأزمات المالية والفصل الرابع تم ذكر بعض تجارب البورصات العالمية و العربية وقد خصص الفصل الخامس لدراسة حالة بورصة الجزائر.
3. هدفت دراسة ( مروة أحمد جمال الدين ، 2006 / 2007) والمعونة ب " واقع البورصة وآفاق تطورها في الدول العربية -دراسة مقارنة بين حالة الجزائر و مصر" إلى معرفة بعد مقارنة واقع البورصتين الجزائرية و المصرية ، أهم العوائق التي حالت دون قيامهما بالدور المنوط بهما وفيما يتجلى آفاق تطويرهما المشترك. وقد تم تقسيم الدراسة إلى 4 فصول: الفصل الأول تم التطرق فيه إلى تجربة بورصات الأوراق المالية الناشئة أما الفصل الثاني تم التطرق فيه لواقع بورصات الأوراق المالية العربية وبالنسبة للفصل الثالث استعرض فيه آفاق تطوير بورصات الأوراق المالية العربية أما الفصل الرابع تم التطرق فيه لدراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة مصر.
4. هدفت دراسة (عبد اللطيف مصيطفي، 2007/2008) والمعونة ب " دور البنوك و الأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي-دراسة حالة الجزائر-" إلى معرفة دور و مدى مساهمة النظام المصرفي و الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية. وقد قسمت الدراسة إلى 5 فصول : الفصل الأول تم التطرق فيه للأنظمة والنظريات والسياسات النقدية ، ثم في الفصل الثاني تم التطرق للنظام المصرفي والمالي ومكائنتهما في الاقتصاد و فاعلية البنوك والأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، أما الفصل الثالث تم استعراض معالم النظام المصرفي والمالي في الدول النامية ومتطلبات التحول نحو اقتصاديات الأسواق المالية ومواكبة التوجهات الدولية أما بالنسبة للفصل الرابع تم التطرق فيه للنظام المصرفي و المالي الجزائري و في الفصل الخامس تم التطرق لتقييم أداء النظام المصرفي و الأسواق المالية في الجزائر.



5. هدفت دراسة (بوكساني رشيد، 2006/2005) والمعنونة بـ " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها " إلى معرفة المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة ، وماهي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية، وماهي سبل تطويرها قصد ترابطها. وقد قسمت الدراسة إلى 6 فصول: الفصل الأول خصص للملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني تم التطرق لكفاءة الأسواق المالية وكفاءة مؤشرات وأثر العولمة عليها، و الفصل الثالث خصص لأسواق الأوراق المالية الأكثر تقدماً وأسواق الأوراق المالية الناشئة، و الفصل الرابع عالج أسواق الأوراق المالية العربية، والفصل الخامس عالج فيه أهم المعوقات التي تعترض تطوير أسواق الأوراق المالية العربية من معوقات تشريعية هيكلية ومعوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي، أما الفصل السادس فألقى الضوء على سبل تفعيل وترابط أسواق الأوراق المالية العربية.

6. هدفت دراسة ( بن شعيب فاطمة الزهراء ، 2011/2010 ) والمعنونة بـ " دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي ، دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية " إلى معرفة مدى مساهمة البورصات الخليجية في تحقيق النمو الاقتصادي. وقد قسمت الدراسة إلى ثلاث فصول بدءاً بالفصل التمهيدي: خصص للمحة عن التمويل غير المباشر بأربعة نقاط: ماهية الجهاز المصرفي ، ماهية التمويل غير المباشر وبعد ذلك عيوب التمويل غير المباشر ، وأخيراً كيفية مساهمة البورصة في التمويل. فالفصل الأول: تناولت فيه ماهية بورصة الأوراق المالية وكيفية التعامل والاستثمار فيها وذلك بمبحثين : الأول تناولت فيه عموميات حول بورصة الأوراق المالية أما الثاني تناولت فيه كيفية الاستثمار والتعامل في البورصة. أما الفصل الثاني: تناولت فيه دور البورصة وكيفية تحقيقها للنمو الاقتصادي وذلك بمبحثين : الأول تناولت فيه التمويل المباشر أما المبحث الثاني تناولت فيه البورصة والنمو الاقتصادي. وأخيراً الفصل الثالث: تناولت فيه دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية وذلك بمبحثين : الأول تناولت فيه ماهية الأسواق المالية الخليجية أما المبحث الثاني تناولت فيه الأسواق المالية الخليجية والنمو الاقتصادي.

## المبحث الثاني : الأزمات والدورات الاقتصادية:

إن الأزمات المالية والاقتصادية تعد واحدة من أهم الظواهر الاقتصادية التي تترك تأثيرا عميقا على حركة النشاط الاقتصادي وعلى العلاقات الاقتصادية الدولية ومن خلال هذا المبحث سنتناول أهم الأساسيات المتعلقة بالأزمات على النحو التالي:

أولا: أساسيات الأزمات المالية

ثانيا: النظريات المفسرة للأزمات

ثالثا: الأزمة المالية في الفكر الاقتصادي

أولا: أساسيات حول الأزمات:

## 1. ماهية الأزمة :

## أ. مفهوم الأزمة:

الأزمة في اللغة العربية تعني شدة القحط و الجذب, يقال تأزم الشيء أي اشتد و ضاق و الأزمة الضيق و الشدة وقد اشتق اسم أزمة في اللغة من الفعل الماضي الثلاثي "أزم" أزمأ أي عض شديدا بالأنياب التي سماها العرب بـ "الأوزام" و الأزمة هي السنة المجذبة شديدة القحط و كأنها تنشب أنيابها في القوم، كناية عن شدتها و ضرورتها فيقال: "أصابتهم سنة فأزمتهم أزمأ" و "أزم عليهم الدهر" ويعبر عنها بضيق الحال, و قلة الخير لأن المأزم عند العرب هو طريق ضيق بين جبلين و مثلها تطلق كلمة "الأزمة" على احتباس المطر فإنها تطلق أيضا على السياسيين و المال و المرض فيقال: أزمة سياسة و أزمة مالية, و أزمة مرضية.....الخ<sup>1</sup>.

الأزمات المالية هي نتاج عمل آليات النظام الاقتصادي العالمي ، طالما يقوم على الحرية الاقتصادية والمبادرة المختصة ، ومهما بلغت السياسات المالية والنقدية من رصانة المنهج واتصاف القائمين عليها بالحكمة والخبرة ، فإن تفادي حدوث الأزمة هو أمر غير ممكن ، فالأزمات المالية تفسرها جميعا لا يتعدى كثيرا وصف العملية ذاتها بدءا من السلوك الجمعي أو التقليدي ، أي أن المستثمر يتصرف حسب ما يتوقع الآخرون أن يتصرفوا . إن ذلك يجعل سبب الأزمة توقع الانخفاض الكبير في أسعار

1- نبيل جعفر عبد الرضا, عدنان فرحان الجوارين, تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم ، دار الكتاب الجامعي، بيروت، الطبعة 1، 1434|2014م، ص 19

الموجودات وعدم إمكانية الوفاء بالالتزامات، وعندما يتصرف الجميع على أساس ذلك ينشأ نوع من الحلقة المفرغة تعمق الأمور التي تسمى لاحقا بالأزمة<sup>1</sup>.

أما في اللغة الإنجليزية فان كلمة الأزمة "crises" تعني نقطة التحول "Turing point" أو اللحظة الحاسمة "the decisive moment" التي يحدث عنها التغيير أما إلى الأفضل أو إلى الأسوأ في لحظة مصيرية أو زمن مهم<sup>2</sup>.

في القاموس الفرنسي تعرف الأزمة على أنها «حركة سريعة أو تجل عنيف للأحداث يتولد إزاء إحساس في ضرورة البحث الشاق لاتخاذ قرار معين بصدده»<sup>3</sup>.

أما المفهوم الصيني للأزمة فقد عرفها بأنها "فعل يهدف إلى توقف أو انقطاع نشاط من الأنشطة، و زعزعة استقرار بعض الأوضاع بهدف إحداث شيء من التغيير في ذلك النشاط لصالح مدبره"<sup>4</sup>.

وتنطق الأزمة في الفكر الصيني "wet gal" و هي عبارة عن كلمتين الأولى تدل على الخطر و الثانية على الفرصة التي يمكن استثمارها. وتكمن براعة القيادة في تصور إمكان تحويل الأزمة و ما تحمله من مخاطر إلى فرصة للإطلاق القدرات الإبداعية التي تستثمر الأزمة الفرصة لإعادة صياغة الظروف و إيجاد الحلول المناسبة<sup>5</sup>.

نستنتج من كل هذه التعاريف انه لا يوجد تعريف محدد للأزمة المالية إلا أن معظم التعاريف المقدمة لها تتفق على كونها اختلالا عميقا و اضطرابا حادا و مفاجئا في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعها انهيار في المؤسسات المالية و مؤشرات أدائها و يمتد آثار ذلك كله إلى القطاعات الأخرى.

**ب. عناصر الأزمة:** إن حدوث الأزمة المالية يتطلب حدوث ثلاثة شروط تعتبر الظروف التي ترشح حدوث الأزمة تتمثل فيما يلي<sup>6</sup>:

**1- المفاجئة وعدم التوقع:** إذ لا يجد صاحب القرار نفسه في أزمة ما إلا إذا حدثت ظروف تتسم بعدم التوقع وتهدد المصالح الأساسية المنوط به بحمايتها كلها أو بعضها. وفي هذه الحالة يمكن أن تتسم قراراته بعدم الرشادة وينقصها التخطيط

1 : أحمد ابراهيم العلي ، الأزمة المالية الدولية الحالية على مسار دورات الائتمان وأسعار الأصول،في: ( المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 22 ، أبريل 2009 ، ص 36).

2: نفس المرجع السابق ، ص 19

3: أحمد ابراهيم العلي ، مرجع سبق ذكره ، ص 20

4: نفس المرجع السابق ، ص 20

5: أحمد ابراهيم العلي، مرجع سبق ذكره ، ص 20


6 : إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية ، مصر ، سنة 2003، ص ص : 19 – 20.

الكافي المبني على أسس موضوعية وقواعد علمية وبقدر المفاجئة في حدوث الأزمة وقدر عدم توقعها تكون قسوتها، وعدم مقدرة صاحب القرار على اتخاذ الإجراءات الملائمة الكفيلة بمواجهتها.

**2- التهديد للمصالح الأساسية للدولة:** إن مجرد المفاجئة في حدوث المشكلة لا يكفي لكي تدخل هذه المشكلة في مصاف الأزمات وإنما يجب أن تتصل المشكلة فضلا عن ذلك بإحدى أو بعض المصالح الأساسية للدولة. ولا شك 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، وبقدر قيمة هذا التهديد تكون خطورة الأزمة المالية مما قد يؤدي بصانع القرار إلى عدم الثاني في إصداره ويصعب عليه الترجيح بين البدائل المختلفة للخروج من الأزمة أو التفكير في أسبابها.

**3- الحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار:** كلما كانت الحاجة ملحة لإصدار قرار ما في مواجهة الأزمة كلما كان ذلك دليلا على حدوثها، وهذا يعني أن المدى الزمني الذي تستغرقه الأزمة يشكل أحد عناصر حدوثها بحيث تشتد خطورتها كلما كان العمر الزمني لها قصير وبالعكس لأن إحساس مصدر القرار بضيق الوقت الذي يسمح له بالتدخل لنجدة المصالح التي تهددها هذه الأزمة يكون حائلا بينه وبين دراسة البدائل التي يمكن له الاختيار من بينها لاختيار البديل الأكثر ملائمة لمواجهتها. وقد يدفع هذا بصاحب القرار إلى محاولة إطالة وقت الأزمة حيث يستطيع اتخاذ قرارات رشيدة في مواجهتها. ويرتبط العمر الزمني للأزمة بمدى تشابك موضوعاتها أو تعدد أطرافها إذ تزداد حدتها كلما ترتفع درجة الصعوبة في التعامل معها.

ت. الفرق بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية:

 **الأزمة الاقتصادية** هي اضطراب مفاجئ يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد أو عدة بلدان و هي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج و الاستهلاك و هذا يعني أن الأزمة الاقتصادية هي أزمة هي مجال الاقتصاد العيني و نعني به الاقتصاد السلعي الحقيقي و هو ما يتعلق بالأصول العينة (real assets) و الذي يتناول كل من الموارد الحقيقية التي تشبع بطريقة مباشرة مثل السلع الاستهلاكية من مأكلا و مشرب و ملابس و ترفيه و مواصلات و تعليم و غيرها , و كذلك الموارد الحقيقية التي تشبع بطريقة غير مباشرة مثل السلع الاستثمارية التي تنتج من مصانع أراضي زراعية و مراكز البحث و التطوير<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>:نبيل جعفر عبد الرضا, عدنان فرحان الجوارين, مرجع سبق ذكره,ص20

✚ الأزمة المالية تعني اختلالاً في الجانب المالي و نقصد به الأصول المالية و بشكل عام تأخذ هذه الأصول عادة أحد الشكلين اما تمثل حق ملكية على بعض الموارد أو تأخذ شكل دائنة على مدين معين (فرد أو شركة) و قد يطور أشكال الأصول المالية في النوعين السابقين لتصبح أصول مالية ممثلة للملكية ( الأسهم) مع ظهور شركات المساهمة و كذلك تطورت أشكال الأصول المالية الدائنة (أو المديونية) مع تطور الأوراق التجارية و السندات و مع هذا التطور و انتشار تداول الأسهم و السندات و الأوراق التجارية ساعد ذلك على ظهور مؤسسات مالية قوية تصدر هذه الأصول باسمها و تتمتع بثقة الجمهور ، مما أدى الى زيادة تداول هذه الأسهم و السندات بين الجمهور ، و هنا ظهرت البورصة التي تتداول فيها هذه الأصول المالية كذلك دخلت المؤسسات المالية الوسيطة و منها البنوك على و جهة الخصوص بتقديم الديون للأفراد على شكل نقود و حين تمول الأفراد فإنها تحل مديونية هذه البنوك محل مديونية عملائها و هكذا فان البنوك تحل المديونيات الخاصة بالعملاء الى مديونيات عامة تتمتع بثقة كبيرة لدى الجمهور فيقبل عليها المتعاملون<sup>1</sup>.

لهذا الأزمة المالية تأتي كمفهوم مضاد للاستقرار المالي<sup>2</sup>، إذ أن الأزمة المالية هي "فقدان الثقة في عملة البلد أو أحد أحوال المالية الأخرى مما يتسبب في سحب المستثمرين الأجانب برؤوس أموالهم من البلد"<sup>3</sup>.

وفي تعريف آخر الأزمة المالية هي: "الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول"<sup>4</sup>، وهذا يؤدي الى افلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها<sup>5</sup>.

تعرف الأزمة المالية بأنها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول ، والتي من ابرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي قيمة الأسهم مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي<sup>(6)</sup>.

فالأزمة المالية عبارة عن مرحلة حرجة تتعرض لها الدولة ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح الأساسية للدولة ويتسم هذا التهديد بالمفاجأة وعدم التوقع من قبل صانع القرار، فيشعر بضيق الوقت المتاح للتفكير فيه،

<sup>1</sup>: نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره، ص21  
\* :الاستقرار المالي هو العمل على التأكد من قوة و سلاسة عمل جميع مكونات النظام المالي مما ينطوي على غياب التشنجات و التوترات في هذا الجهاز مما ينعكس سلباً على الاقتصاد .

: نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره، ص 21<sup>3</sup>

الأصول تكون إما على شكل رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية و إما على شكل أصول مالية مثل الأسهم و حسابات الادخار و المشتقات المالية<sup>4</sup>\*

: نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره، ص21<sup>5</sup>

<sup>6</sup> : عرفان نقي الحسيني - التمويل الدولي - دار مجدلاوي - عمان - الأردن - الطبعة 02 - السنة 1422 هـ / 2002م - ص 200.

وانه يجب عليه في نفس الوقت اتخاذ القرار المناسب بصدده قبل تغير تلك المرحلة على نحو تصعب السيطرة عليه<sup>(1)</sup>.

وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انخيار مفاجئ في سوق الأسهم (أزمة البورصة) أو في عملة دولة ما (أزمة الصرف) أو في سوق العقارات (أزمة السكن) أو مجموعة من المؤسسات المالية (أزمة مصرفيه) لتمتد بعد ذلك الى باقي أنحاء الاقتصاد.

## 2. أنواع الأزمات المالية:

1. أزمة سوق رأس المال: تعرف هذه الأزمة بأنها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول التي من أبرز سيماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهمتها الرئيسية الذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الانتاج و العمالة و ما ينجم عنها من اعادة توزيع الدخل و الثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.<sup>2</sup>

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة "bubbles" اذ تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول ارتفاعا غير مبرر بشكل يتجاوز قيمتها بعادلة و هو يحدث عندما يكون الهدف من الشراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره و ليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل في هذه الحالة يصبح انخيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار و يمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في القطاع نفسه أو في قطاعات أخرى<sup>3</sup>.

2. أزمة العملة و أسعار الصرف: يعرف Kaminsky الأزمة المالية على أنها التوسع في الائتمان المحلي الذي يرافقه ارتفاع في الطلب على النقود في ظل أسعار صرف ثابتة مما يؤدي الى حدوث مضاربات شديدة في العملة المحلية و انخفاض كبير في حجم الاحتياطات الدولية و هنا تضطر الحكومة الى التخلي عن أسعار الصرف الثابتة لعملتها المحلية و ذلك لعدم استطاعتها الدفاع عنها عند مستوى ثابت<sup>4</sup>.

هذه الأزمة قد يكون لها أثر محدود على القطاع غير المالي أما بعضها الآخر فيؤدي الى دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي و حدوث الانكماش بل قد تصل الى درجة الكساد، و هناك مدرستين تفسر أسباب نشوء أزمة سعر الصرف<sup>5</sup>:

1 - إبراهيم عبد العزيز النجار- مرجع سبق ذكره - ص 18.

- نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره، ص 22

- نفس المرجع السابق ، ص 25<sup>3</sup>

4 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين- مرجع سبق ذكره \_ص 22

5- أوكيل نسيمية ، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها - دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا ، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف : زعباط عبد الحميد ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر ، 2007/2008، ص 61، ص 77، 78

## 1\_ مدرسة الجيل الأول Kurgman1978: التركيز على عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي و سعر

الصرف, و ترى هذه المدرسة ما يلي:

- ✓ تنشأ أزمة سعر الصرف أساساً نتيجة لارتفاع في عجز الميزانية و يتم تمويله من قبل خلق النقود و ينتج عنه ارتفاع في القيمة الحقيقية لسعر الصرف و تدهور في ميزان المدفوعات لا يمكن أن يستمر بدون تخفيض شديد في قيمة العملة.
- ✓ حسب هذه المدرسة يمكن التنبؤ بالأزمة لأن دينا ملكيتها واضحة, فعند تفاقم العجز في الميزانية و ارتفاع القيمة الحقيقية للصراف, يتعرض الاقتصاد الى هجوم على العملة عند وصول الاحتياطي الأجنبي الى حد معين يجبر المتعاملين و المضاربين لاستنزاف ما تبقى من احتياطي من خلال الهروب من العملة المحلية قبل انهيارها.

## 2\_ مدرسة الجيل الثاني: يمكن للأزمة أن تنشأ حتى في حالة اتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي و سعر الصرف و

هنا يدخل دور التوقعات في حصول الأزمات حيث ترى هذه المدرسة:

- ✓ في هذه الحالة أزمات الصرف ليست متوقعة بالكامل حيث يمكن أن تنشأ نتيجة للإشاعات حيث أن المستثمرين لا يملكون معلومات كافية عن الاقتصاد و بالتالي يكونوا أكثر تأثراً بالشائعات و بالأزمات التي تقع في أقطار أخرى(أثر العدوى)

- ✓ بالرغم من أن الأساسيات الاقتصادية لا تعتبر أهم عنصر في تفسير نشوب أزمات الصرف الا أن الصدمات الخارجية يمكن أن تسرع في نشوبها (ارتفاع في أسعار الفائدة العالمية, تراجع في النمو العالمي).

من خلال ما جاءت به المدرستين نشير الى أنه هناك ثلاثة أسباب رئيسية تؤدي الى زيادة احتمالية حدوث أزمات سعر الصرف تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- التجارة الخارجية و التي تعتبر المحدد الأساسي للأزمة, فعند قيام الشريك التجاري لبلد ما له سعر صرف ثابت بتخفيض قيمة عملته لتحسين قدرته التنافسية من خلال البضائع الأرخص نسبياً هذا يؤدي الى تدهور الميزان التجاري للبلد الأخر و الذي ينتج عنه اهتلاك تدريجي للاحتياطيات الأجنبية و من ثم هجوم على سعر الصرف الثابت.
- التغيرات المعنوية في توقعات المستثمر الأجنبي حول البلدان التي لها مؤشرات كلية متشابهة فهجوم على سعر الصرف ثابت لبلد معين قد يسبب خوف المستثمرين الأجانب من حدوث هجوم على نظام سعر صرف في بلدان لديها مؤشرات كلية متشابهة بشرط أن احتمالية الهجوم تعتمد على مستوى التزام و قدرة الحكومة على التقيد بالنظام المنشأة.

1 : السيد البدوي عبد الحافظ ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، توزيع دار الفكر العربي، القاهرة ، سنة 1999، ص ص : 40-43.

● فالانخفاض الكبير في قيمة العملة يدفع المستثمرين داخل البورصة ولا سيما المستثمرون الأجانب الى بيع ما يمتلكونه من أسهم للحصول على العملة المحلية بغرض تحويلها الى عملة أجنبية الأمر الذي لا يؤدي فقط الى التراجع الحاد في أسعار الأسهم بل الى مزيد من التدهور لقيمة العملة.

أما المغالاة في رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يحدث هو الآخر آثار سلبية على الاقتصاد القومي و ذلك من خلال تأثيره الضار على البورصة و البنوك و منظمات الأعمال حيث أنه عند رفع أسعار الفائدة بصورة مبالغ فيها يقوم المستثمرون بتسييل استثماراتهم في الأسهم و توجيهها الى الودائع المصرفية التي تعطي عائد أكبر و تتصف بمخاطر أقل و تفشي هذا السلوك بين المستثمرين يعني عرض عدد كبير من أوامر البيع دون أن يقابلها أوامر شراء, الأمر الذي يؤدي الى انخفاض حاد في أسعار الأسهم و بالتالي انهيار البورصة.

### 3. الأزمات المصرفية:

عرف Kunt الأزمة المالية المصرفية بأنها فترة تكون فيها معظم البنوك في حالة عدم سيولة أو إعسار<sup>1</sup>.

أما الاقتصاد الهندي "manmohan Kumar" عرف الأزمة المالية على أنها أزمة سيولة على وصف أن البنوك تكون غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها العاجلة تجاه دائنيها حتى لو كانت القيمة الحالية موجبة مما يعني أنها لا تملك الأموال الكافية لمواجهة طلبات سحب المودعين لتلك المدة.<sup>2</sup>

وإذا أحدثت مشكلة من هذا النوع و امتدت الى البنوك الأخرى داخل الدولة فتحدث في تلك الحالة أزمة مصرفية banking Crisis , و عندما يحدث العكس أي تتوافر الودائع لدى البنوك و ترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الاقراض و هو ما يعرف بأزمة الائتمان credit crisis .

4. أزمة السيولة الدولية: تحدث أزمة السيولة الدولية<sup>3</sup>, حينما يتسم النظام المالي بتدني سيولته الدولية أو عدم التي تمثل أحد العوامل الأساسية الدالة على ضعف و هشاشة النظام المالي التي تشير الى عدم الاتساق أو بين اجل استحقاق كل من الأصول و الخصوم الدولية لهذا النظام فاذا عجزت أصوله المقومة بالعملة الأجنبية عن تغطية التزاماته قصيرة المدى المقومة بالعملة الأجنبية فان النظام يفقد سيولته الدولية و يصبح عاجزا عن الاستجابة و التحدي لأي صدمة خارجية<sup>4</sup>.

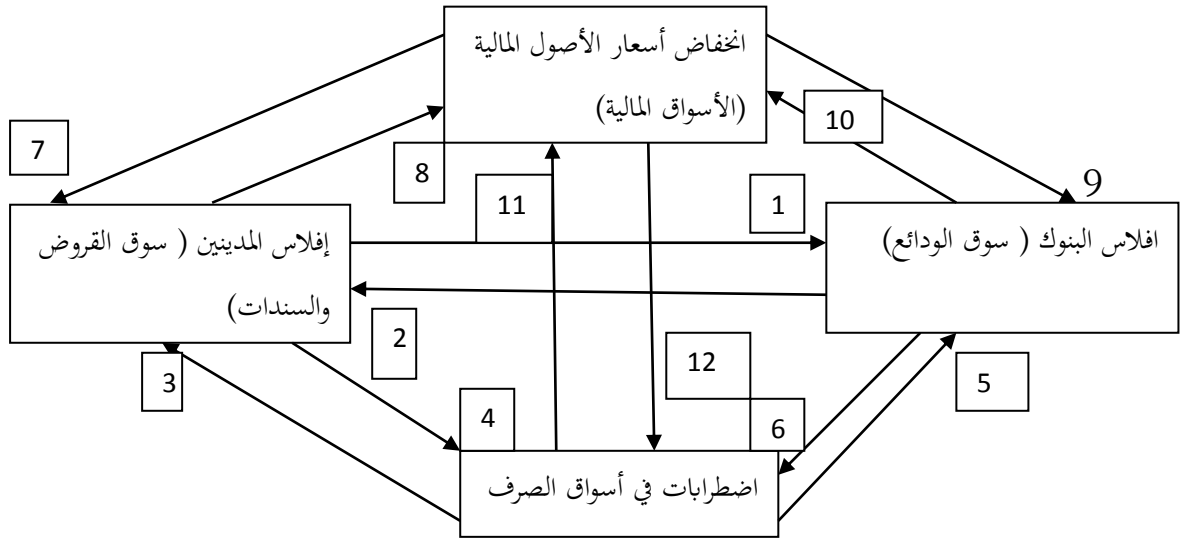
1 : مصطفى يوسف كافي ، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحركة الشركات، مكتبة المجتمع العربي للنشر، عمان ، الطبعة الأولى، 2013/01434م ، ص 18.  
 2: نبيل جعفر عبد الرضا ,عدنان فرحان الجوارين مرجع سبق ذكره ص 222  
 3: هي كمية الذهب و العملات الأجنبية في بلد ما تستعمل في مواجهة التقلبات المحتملة التي يمكن أن تطرأ على ميزان المدفوعات.\*3  
 4: نبيل جعفر عبد الرضا ,عدنان فرحان الجوارين مرجع سبق ذكره ص 274



5. أزمة المديونية: هي الأزمة التي تنشأ بسبب عدم قدرة دولة ما على الوفاء بأعباء ديونها الخارجية و تحدث لأسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي (ارتفاع مستوى التضخم، عجز الحساب الجاري، الإفراط في منح الائتمان) فضلا عن فشل استراتيجيات التنمية و ضعف أداء القطاعين العام و الخاص<sup>1</sup>.

### 3. قنوات انتشار الأزمات المالية:

إن الأزمة أول ما تظهر تكون مرتكزة على أحد متغيرات النظام المالي ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:



شكل رقم 03: قنوات انتشار الأزمات المالية

المصدر: أوكيل نسيم، الأزمات المالية وإمكانية التوقفي منها والتدفيذه من آثارها - دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تحت إشراف: زعبط عبد الحميد، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 61.

من خلال هذا الشكل يتضح مختلف القنوات المحتملة لإنشاء الأزمات المالية بين مختلف الأسواق: سوق القروض، السوق المالي، سوق الودائع، سوق الصرف و فيمايلي شرح لهذه القنوات<sup>2</sup>:

- القناة رقم 01: وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها.

<sup>1</sup>: نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين مرجع سبق ذكره ص 271  
<sup>2</sup>: أوكيل نسيم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 61-62.

- القناة رقم 02 : تبين الحالة العكسية للقناة 01 فظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم.
- القناة رقم 03: أزمة سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرون عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.
- القناة رقم 04: افلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.
- القناة رقم 05: 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 رقم 06: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.
- القناتين 07 و 08 : وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.
- القناتين 09 و 10: تعبران عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالي سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالي خاصة في الدول المتقدمة.
- القناتين 11 و 12: وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس فمثلاً عند تخفيض العملة يحدث الهلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون التخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.

#### 4. النموذج الرأسمالي والأزمات:

أ. ماهية الرأسمالية:

##### 1- تعريف الرأسمالية:

الرأسمالية نظام اقتصادي ذو فلسفة اجتماعية وسياسية يقوم على أساس تنمية الملكية الفردية والحفاظة عليها ومتوسعا في مفهوم الحرية ولقد ذاق العالم بسبب هذا النظام ويلات كثيرة وما تزال الرأسمالية تمارس ضغوطها وتدخلها السياسي والاجتماعي والثقافي وترمي بثقلها على مختلف شعوب الأرض<sup>1</sup>.

ويشير مصطلح الرأسمالية إلى نظام اقتصادي تكون فيه وسائل الإنتاج بشكل عام مملوكة ملكية خاصة لأفراد أو شركات تعمل بهدف الربح وحيث يكون التوزيع والإنتاج وتحديد الأسعار محكوم بالسوق الحرة والعرض والطلب.

وتؤمن الأنظمة الرأسمالية بالفكر الليبرالي<sup>2</sup> وهو انتهاج الرأسمالية كإقتصاد والديموقراطية كسياسة، وتعتبر المقولة الفرنسية (دعه يعمل دعه يمر) هي الشعار المثالي للرأسمالية التي تعمل على حرية التجارة ونقل البضائع والسلع بين البلدان ودون قيود جمركية<sup>3</sup>.

وكانت الشيوعية بتمسكها المفرط بالحد من الملكية التي كانت في نظرها السبب الرئيسي لاستغلال الإنسان لأخيه الإنسان كرد فعل على التوسع المفرط في الملكية داخل النظام الرأسمالي المنقسم لطبقتين الأولى ثرية والأخرى فقيرة.

##### 2- أسس الرأسمالية: و يمكن إيجاز أسس الرأسمالية كما يلي<sup>4</sup>:

- البحث عن الربح بشتى الطرق والأساليب إلا ما تمنعه الدولة لضرر عام كالمخدرات مثلا وكذلك تقديس الملكية الفردية بفتح الطريق لأن يستغل كل إنسان قدراته في زيادة ثروته وحمايتها وعدم الاعتداء عليها وتوفير القوانين اللازمة لنموها وعدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية إلا بالقدر الذي يتطلبه النظام العام وتوطيد الأمن.
- المنافسة والمزاحمة في الأسواق وكذلك نظام حرية الأسعار وإطلاق هذه الحرية وفق متطلبات العرض والطلب.

1 - سامح سعيد عبود ، في جذور الأزمة الاقتصادية العالمية - العمل ورأس المال والدولة- مركز المحروسة للنشر ، القاهرة ، الطبعة 1 ، 2010 ، ص 77.

2 \* : الليبرالية هي فلسفة فكرية وسياسية واقتصادية تعبر الحرية قيمتها الأساسية وتتمثل في حرية الأفراد في التفكير مع قيود على نفوذ الحكومة والعقيدة ، بجانب اقتصاد السوق يدعم المنشآت الفردية ونظام حكومي شفاف.

3 - سامح سعيد عبود ، مرجع سبق ذكره ، ص 78.

4 - نفس المرجع السابق ، ص 78.

### 3- أشكال الرأسمالية: أما أشكال الرأسمالية فهي أربعة نعرضها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- الرأسمالية التجارية: وهي التي ظهرت في القرن السادس عشر إثر إزالة الإقطاع وتمثل في قيام التاجر بنقل المنتجات من مكان آخر حسب الطلب الذي يمليه عليه السوق فكان بذلك وسيطا بين المنتج والمستهلك.
- الرأسمالية الصناعية: وهي التي ساعد على ظهورها تقدم الصناعة وظهور الآلات البخارية التي اخترعها "جيمس وات" سنة 1770 مما أدى بالتالي إلى قيام الثورة الصناعية في إنجلترا خاصة وفي أوروبا عامة إبان القرن التاسع عشر وتقوم الرأسمالية الصناعية على أساس الفصل بين رأس المال وبين العامل أي بين الإنسان وبين الآلة.
- الشكل الثالث تمركز في نظام "الكارثيل" الذي يعني اتفاق الشركات الكبرى على اقتسام السوق العالمية فيما بينها مما يعطيها فرصة احتكار هذه الأسواق وابتزاز البشر بحرية تامة وقد انتشر هذا المذهب في ألمانيا واليابان.
- أما الشكل الرابع فهو نظام "الترست" والذي يعني تكوين شركة من الشركات المتنافسة لتكون أجدر في الإنتاج واقوى في التحكم والسيطرة على السوق.

#### ب. تاريخ الرأسمالية وتطورها:

في منتصف القرن الثامن عشر قام عدد من الاقتصاديين "يدعون بالفيزيوقراطيين" ببحث الحكومة الفرنسية على وقف تدخلها في التجارة الخارجية كما دعت سياستهم التي تدعى (حرية العمل والتجارة "دعه يعمل دعه يمر") إلى عدم التدخل وإنهاء التعريفات الجمركية والقيود التجارية الأخرى. وفي هذا الزمان كان من رأي الاقتصادي الاسكتلندي "آدم سميث" يتبلور في أن الدولة يمكنها زيادة ثروتها بسرعة إذا ما تركت التجارة حرة وكان يرى أن الأفراد وهم يسعون وراء مصالحهم الاقتصادية يسلكون سلوكا تلقائيا فيه خير ومصلحة المجتمع كله وقد وصف سميث في كتابه ثروة الأمم 1776 الكيفية التي يعمل بها نظام حرية العمل والتجارة، ولقد أثرت أفكاره أول ما أثرت خلال بداية القرن التاسع عشر في الحكومة البريطانية حيث رفعت قيودها التجارية في إطار تطوير أول اقتصاد رأسمالي ومن ثم انتشرت الرأسمالية في الدول الرئيسية التجارية الأخرى.

وهكذا بدأت نظرة متغيرة نحو الرأسمالية تنتشر خلال القرن التاسع عشر وخاصة عندما ساعدت التقنية الجديدة في الدول الصناعية في إيجاد سلع جديدة ولقد سبب هذا الإنتاج المتزايد حدوث موجة من الازدهار في عدة أعمال تجارية وفي نفس الوقت ظهرت بداية للركود الاقتصادي. ونتيجة لهذه التطورات أدعى الفيلسوف الألماني كارل ماركس أن نظام عدم تدخل

1 - سامح سعيد عبود ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 79 - 80 .

الدولة في النظام الرأسمالي سوف يتحطم وأن أرباب الأعمال سيغدون أكثر ثراء أما العمال فسيغدون أكثر فقرا وسوف يقومون في النهاية بالقضاء على النظام الرأسمالي<sup>1</sup>.

ودارت الأيام مسرعة حتى جاءت بداية القرن العشرين وواجهت الرأسمالية أكبر تحدي لها خلال الكساد العظيم الذي كان هبوطا عالميا في النشاط الاقتصادي والذي بدأت سنة 1929 وقد أغلقت كثير من البنوك والمصانع والمؤسسات التجارية أبوابها خلال الثلاثينات من القرن العشرين، وفقد الكثير من الناس وظائفهم ومساكنهم ومدخراتهم كما فقد الكثيرون منهم ثقتهم في النظام الرأسمالي حتى أن القادة والسياسيين بدأوا البحث عن نظريات اقتصادية جديدة.

ونتيجة لما تقدم رأى الاقتصادي " جون ماينرد كينز " بأن مستوى النشاط الاقتصادي يعتمد على مجمل إنفاق المستهلكين وأرباب الأعمال والحكومة ، وبذلك دعا إلى مزيد من الإنفاق الحكومي لمحاربة الكساد واستمر الكساد العظيم حتى بداية الأربعينيات من القرن العشرين ونجح أخيرا الإنفاق الحكومي الضخم خلال الحرب العالمية الثانية في تنشيط الاقتصاد العالمي ثم بدأت الحكومات الرأسمالية بعد ذلك في الابتعاد عن سياسات التدخل الحكومي عملا بأهم مبادئ الرأسمالية<sup>2</sup>.

وفي عام 1991 تفكك الاتحاد السوفياتي إلى خمس عشرة دولة مستقلة وبدأت هذه الدول خلال التسعينات القرن العشرين في إنشاء مؤسسات مالية رأسمالية كما بدأت حكوماتها في رفع قيودها على الأسعار وتمليك الأفراد والشركات نشاطات الأعمال ومن ثم نقل صناعة القرارات الاقتصادية من الحكومة إلى أصحاب الأعمال<sup>3</sup>.

### ت. النموذج الرأسمالي:

لقد بدأ هذا النموذج في الغرب كرد فعل للضغط والكبت الذي كانت تمارسه كل السلطات الحاكمة ضد الفرد وأزدهر هذا النموذج نتيجة اتصال الغرب بالشرق الإسلامي المتحضر في عصور الحضارة العربية الإسلامية في بغداد ودمشق والأندلس ووقوف الغربيين على الحياة الحضارية العظيمة التي أبدعها وعاشها الإنسان تحت الحكم الإسلامي. ومن هنا كان النموذج الرأسمالي فكرة إنسانية قبل أن يكون مجرد نظرية اقتصادية وكان محور هذا النموذج هو الإيمان بالفرد والإيمان بقدراته وإمكانياته وقد كان لهذه الفكرة الإنسانية صداها في الفكر الديني فكانت حركة الإصلاح البروتستانتية التي تضع الخلاص في

1 - سامح سعيد عبود ، مرجع سبق ذكره ، ص 65.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 65.

3 - سامح سعيد عبود ، مرجع سبق ذكره ، ص 67.

يد الإنسان بعد أن كانت الكنيسة الكاثوليكية تحتكره بل وتجعل نفسها وسيطا للبشر إلى الله ، فجاء هذا الإصلاح وجعل العلاقة بين الإنسان وربّه علاقة مباشرة لا وسيط بينهما<sup>1</sup>.

وكان هذا النموذج الإنساني صداه في الفكر الاقتصادي فكانت الحرية الاقتصادية وكانت المنافسة وكان الصراع بين الأفراد والهيئات بعيدا عن تدخل الدولة إلا في صورة قوانين تسنها لتنظيم العلاقة بين المتنافسين. وحينما اتجهت دول الغرب إلى الاستعمار في القرن التاسع عشر صار تدخل الدولة ضروريا من ناحية الأمن القومي ذلك لأن الأمر ارتبط بفكرة القومية وصراع الدول الأوروبية القومية للسيطرة على المستعمرات لتحصل منها على المواد الخام وفي نفس الوقت تستغلها كأسواق لمنتجاتها. ولقد استمر تدخل الدولة في الشؤون الاقتصادية منذ القرن التاسع عشر إلا أنه كان تدخل بدرجات مختلفة من مجتمع رأسمالي إلى آخر طبقا للظروف الخاصة بكل مجتمع، ورغم هذا التدخل ظل الأساس كما كان وهو حرية الفرد والمغامرة الفردية أما الدولة فلا تتدخل إلا للضرورة. وهكذا كان لهذه الفكرة الإنسانية صداها في المجتمعات وبذلك انتشرت روح الإصلاح في كل مجال وبرزت روح جديدة في السياسة والمجتمع بل وفي العلم والفلسفة والدين وكذلك في الأدب والفن وبذلك أصبحت الحياة في أوروبا متحركة وأصبحت سعيًا وعملا بعد أن كانت الحياة في العصور الوسطى جامدة. وفي إطار ما تقدم يمكن القول أن هذا التحرر دفع الإنسان الأوروبي إلى النشاط والحركة فراح يفكر ويخترع ويكتشف ويتجرّم ذلك كله إلى تكنولوجيا ، ومن هنا بدأ التزاوج والارتباط بين العلم والصناعة، فالعلم يحتاج للصناعة ليتزود بالمال والأدوات والمعدات والمعامل والمكاتب والصناعة هي الأخرى تحتاج إلى العلم والبحث العلمي لتنمو وتزداد قدرتها على منافسة الصناعات الأخرى ، بل وعلى كسب أسواق جديدة. ومن ثم كانت الثورة الصناعية هي ثمرة الارتباط بين العلم والصناعة في ظل النموذج الرأسمالي وبذلك أدت هذه الثورة إلى بزوغ طبقة رأسمالية جديدة تقوم على الصناعة وتؤمن بممكّنات العلم وتستعين برجاله ، ونتيجة لذلك صار العلم لأول مرة في تاريخه وسيلة يسيطر بها الإنسان على العالم الذي يعيش فيه<sup>2</sup>.

وأخيرا نجد أنه في إطار الحرية الاقتصادية التي طغت على سائر الحريات في الإيديولوجيا الرأسمالية تحركت الحرية السياسية والحرية الدينية وسائر الحريات الأخرى واقترن الاستعمار بالرأسمالية التجارية والرأسمالية الصناعية<sup>3</sup>.

الرأسمالية التجارية هي التي سادت أوروبا في القرنين السادس عشر والسابع عشر وكانت محور النشاط الاقتصادي، أما في مرحلة الرأسمالية الصناعية فقد ظهرت تنظيمات إنتاجية جديدة وعلى رأسها شركات المساهمة ثم انتقلت من رأسمالية

1 - سامح سعيد عبود ، مرجع سبق ذكره ، ص 70 .

2 - نفس المرجع السابق ، ص 72 .

3 - سامح سعيد عبود ، مرجع سبق ذكره ، ص 72 .

الوحدات الصغيرة (رأسمالية المنافسة) إلى رأسمالية الوحدات الكبيرة (رأسمالية الاحتكارات)، وبظهور الاحتكارات اتسع نطاق الاستعمار وتطورت الرأسمالية الأوروبية إلى الرأسمالية الإمبريالية<sup>1</sup> أي الرأسمالية في أعلى مراحل تطورها.

ونستنتج مما تقدم ذكره أن الحياة في البلاد الرأسمالية تقوم على ثلاث أسس<sup>2</sup> :

- الإيمان بالفرد: وإن اختلفت درجة الإيمان به في الرأسمالية كما أن مواصفات هذا الفرد تختلف من مجتمع إلى آخر في هذه البلاد وقد يكون الفرد من سلالة طبقة مهينة أو من جنس معين من الناس كما هو الحال في جنوب إفريقيا.
- توفير الحرية السياسية والاقتصادية: وقد تتعدى الحرية السياسية والاقتصادية ما تؤمن به الأحزاب وقد تتعدى هذه الحرية أيضا فتصل إلى حد التسبب وتعيش في ظله البلاد وكأن الدولة تعرف الكثير مما يحدث داخل حدودها ولكنها لا تتدخل في شيء باسم الحرية.
- إقامة الحياة على الصراع والتنافس وتأكيد الفردية: وقد يكون هذا الصراع غير عادل في بعض هذه المجتمعات بسبب اتساع الهوة بين الغني والفقير مما يجعل هذا الصراع لونا من ألوان الانتحار بالنسبة للفقير وتكون نتيجته استعباد الغني للفقير واستئثاره دونه بكل خيرات المجتمع.

### ث. دلالات أزمات النظام الرأسمالي:

لقد دخل النظام الرأسمالي العالمي في المرحلة الأخيرة في أزمات عميقة، فمنذ نشأة النظام الرأسمالي احتوى على نواقص تجعل من أتباعه أمرا غير سوى عند أولي الألباب فهذا النظام يضع كل الحساب تقريبا للمال وأصحابه وأعماله ذلك ما يلحق جورا وظلما لجماعات واسعة وعريضة من البشر من مختلف طبقة الرأسماليين الأثرياء وبهذا نجد أن مظاهر أزمة النظام الرأسمالي في النقاط التالية<sup>3</sup>:

- في العقود الأخيرة أصبحت مراكز العالم الرأسمالي المهيمنة على الاقتصاد العالمي تتكون من الو.م.أ واليابان والاتحاد الأوروبي، أما أدوات المراكز فيه تتمثل في كل من منظمة التجارة العالمية تلك التي تقدم الحماية لاحتكارات مراكز العالم الرأسمالي، أما صندوق النقد الدولي فيمثل السلطة النقدية وشقيقه البنك الدولي. ويلعب حلف شمال الأطلسي (النتو) الدور السياسي والعسكري في النظام الرأسمالي وتمثل الو.م.أ بما لها من جيروت الرقيب العسكري على العالم.

\*1 : الإمبريالية هي نتائج الرأسمالية الصناعية المتطورة جدا، وهي سياسة توسيع السيطرة على الوجود الخارجي.

2 - سامح سعيد عبود، مرجع سبق ذكره، ص 73.

3 - رمزي محمود، الأزمات المالية والاقتصادية في ضوء الرأسمالية والإسلام، دار الفكر الجامعي، مصر، 2012، ص ص: 181 - 184.

- ويمكن القول أن أهم سمات الرأسمالية المعاصرة هو إعادة إنتاج الفقر وطبقا للإحصائيات المتعددة من جهات مدنية مختلفة ومن الأمم المتحدة ومؤسساتها بشكل مفصل نجد على سبيل المثال : ما يقرب 3.1 مليار شخص في العالم لا يتعدى دخل الواحد منهم دولار واحد في اليوم كما أنهم لا يحصلون على مياه صالحة للشرب ولا على الحدود الدنيا من العلاج هذا بجانب 850 مليون شخص من الأميين و800 مليون شخص يعانون من سوء التغذية وكذلك 210 مليون طفل في العالم يتم استغلال قوة عملهم، هذا بجانب ما نجد في العالم من تدهور في الوضع البيئي الناتج من أزمة نمط الإنتاج الرأسمالي الذي يهدف لتحقيق أقصى قدر من الأرباح لرأس المال.
- كما أن إفرازات الرأسمالية المعاصرة : الديون على الدول الفقيرة ، التهديد المزعوم بالأسلحة النووية والاحتلال المباشر للبلدان (مثل العراق للسطو على النفط) هذا بجانب انتشار بيع الأعضاء البشرية وتفشي شبكات الدعارة الكبيرة للنساء والأطفال والاتجار بهم وكذلك تجارة المخدرات وحماية رجالها ثم غسل الأموال وانتشار وتفشي ظاهرة الفساد.
- كما أن من سمات الرأسمالية المعاصرة سيطرة الشركات العابرة للقارات على ثلث الأصول الإنتاجية في العالم وعلى سبيل المثال : في الفترة 1982 - 1992 كان نصيب أكبر 200 شركة عالمية يصل على 26.8% من الناتج العالمي وكان إيراداتهم تصل على 1000 مليار دولار ، وهناك 20% من دول العالم تستحوذ على 85% من الناتج العالمي وعلى 84% من التجارة العالمية ويمتلك سكانها 85% من مجموع المدخرات العالمية.
- كما أن من نتائج العولمة تصفية مكتسبات العاملين والفئات الوسطى وزيادة البطالة وانخفاض الأجور وتدهور مستويات الخدمات الاجتماعية التي تقدمها الدولة وإطلاق آليات السوق وابتعاد الحكومات عن التدخل في النشاط الاقتصادي وتفائق التفاوت في توزيع الثروة بين المواطنين. أما القطاع الزراعي فقد أصبح في مراكز العالم الرأسمالي يعتمد على منجزات الثورة العلمية والهندسة الوراثية تلك التي تعرقل الزراعة في الدول النامية الأمر الذي يؤدي إلى استبعاد نحو 3 مليار من المزارعين من قطاع الزراعة التقليدية ويعتبرون بطالين كما أصبح الخيار العسكري من جانب الو.م.أ يهدد جميع الشعوب.
- ويذكر أن التجربة الاشتراكية في الاتحاد السوفياتي السابق وبلدان شرق أوروبا لعبت دورا كبيرا في توفير احتياجات المواطنين الأساسية وكان لتلك الإنجازات رد فعلها في الدول الرأسمالية حيث تدخلت الدولة إلى حين وفرت للمواطنين احتياجاتهم الأساسية خوفا من تأثير التجربة الاشتراكية السوفياتية ، وبعد انهيار التجارب الاشتراكية تراجعت الدول الرأسمالية عن تقديم تلك المكاسب واندفعت في اقتصاد السوق وسحبت الدعم من الخدمات الأساسية وهكذا نجد أن الواقع يؤكد أن النظام الرأسمالي مهما تطورت أشكاله وأساليب عمله إلا أنه سيظل مرحلة عابرة في التاريخ.



## ثانيا: النظريات المفسرة للأزمات

هناك العديد من النظريات التي فسرت وحللت الأزمات الاقتصادية و أسباب حدوثها و من أهم هذه النظريات ما يلي:

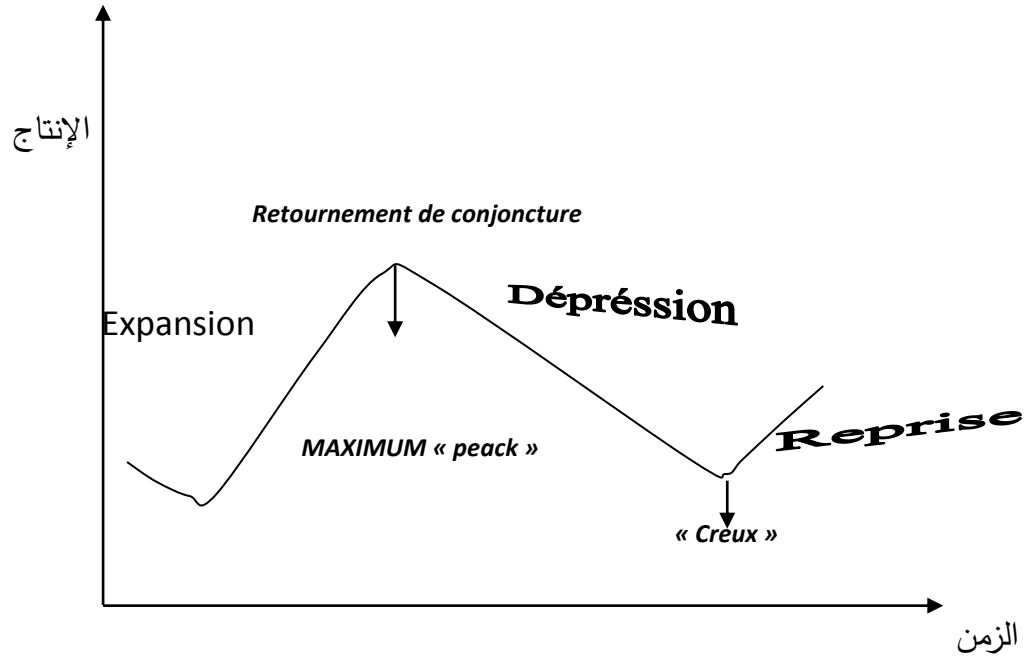
## 1. نظريات الدورة الاقتصادية

لم يفرق الكثير من الاقتصاديين الذين عرفوا و درسوا الأزمات الاقتصادية بين مفهوم الأزمة و مفهوم الدورة cycle أو التقلبات الدورية cyclical fluctuations. فقد كانت كلمة الدورة في مواضيع عديدة من الكثير من الدراسات توضع في موضع كلمة أزمة فتعطي المعنى نفسه ,وبالتالي تعرف الأزمة الاقتصادية بأنها فترة الشدة التالية لذروة الازدهار الاقتصادي عندما تحدث التصفية liquidation ، وفي المقابل هناك من يرى خطأ في احلال كلمة الدورة محل كلمة الأزمة و يجزم بأنها هناك اختلاف بينهما فالأولى تدل على الانتظام و التعاقب بينما الثانية تدل على الاضطراب المفاجئ<sup>1</sup>. فالأزمة تعد من أخطر مراحل الدورة الاقتصادية التي تحدث في الاقتصاد الرأسمالي و تنتقل تأثيرها الى الاقتصادات الأخرى و حسب درجة الارتباط،

الدورة الاقتصادية والتي تسمى أيضا بدورة الأعمال business cycle تتمثل في التقلبات في اتجاه المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج الكلي و التشغيل و التضخم و البطالة، و تتسم هذه الدورات بتكرار حدوثها الذي قد يكون منتظما في بعض الأحيان أو غير منتظم في كثير من الأحيان أي عدم التساوي بين المدة الزمنية التي تستغرقها الاتجاهات التوسيعية expansion في الدورة التي تتمثل بالتقلبات من مركز أو نقطة التحول الدنيا أو قاع الدورة "Trough" التي تمثل حالة الكساد Depression و بين المدة الزمنية التي تستغرقها الاتجاهات الانكماشية Contraction التي تتمثل بالتحويلات من نقطة التحول العليا أو القمة "Peack" التي تمثل وضع الانتعاش أو الرخاء Prosperity<sup>2</sup> ، وفيمايلي شكل يمثل مراحل الدورة الاقتصادية.

نبييل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين - مرجع سبق ذكره ص 361

<sup>2</sup> - Michel Musolino , Fluctuations et crises économiques , Ellipes Ed. , Paris, 1997, p8



شكل رقم 04 : مراحل الدورة الاقتصادية

Source : Bernard Rosier – Les théories des crises économiques – Ed. la découverte – Paris – 2003 –p15.

عندما يكون الاقتصاد في وضع القمة توجد هناك عوامل و متغيرات تدفع الى وضع الانكماش و الركود stagnation ثم الكساد و كذلك عندما يكون الاقتصاد في وضع الكساد توجد عوامل و متغيرات تدفع للتحويل الى وضع التوسع و الانتعاش و في الفكر الاقتصادي الرأسمالي ظهرت العديد من النظريات الاقتصادية التي تغطي تفسيرات لحدوث هذه الدورات و الأزمات الاقتصادية و يعد الاقتصادي Juglar أول من استخدم مصطلح الدورات الاقتصادية و رأسمالية بالدورات التجارية وأصدر كتاب بهذا الاسم في عام 1860 تناول فيه التداخل بين التوسع و الانكماش في الاقتصاد الرأسمالي و قال أن "سبب الركود هو الازدهار"<sup>1</sup> فعندما ترتفع الأسعار بشكل محموم يزيد الرواج و ترتفع المكاسب و يحدث ازدهار و توسع و مع الصعود المحموم في الأسعار فانه يجب التنبؤ بأن الانكسار قادم و كلها اقتربت الأسعار من حالة الغليان تصبح الأزمة وشيكة<sup>2</sup>.

حتى أن الاقتصادي البريطاني "جون ستوارت ميل" بين طبيعة الدورة الاقتصادية و أكد على النسب المتغيرة بين الرأسماليين المتلقين للفائدة والرأسماليين المتلقين للربح ، إذ تقوم المجموعة الأولى بمنح قروض للمجموعة الثانية الذين يقومون

<sup>1</sup>: Bernard Rosier- Op.cit-P16

- طارق عبد العال حماد\_ حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية الدار الجامعية، مصر\_ سنة 2009\_ ص 192

باستثمارها في تكوين مؤسسات أعمال رأسمالية، و يتوسع حجم الإقراض ليصل الى مرحلة الإفراط في التوسع الائتماني و تلقي الطلبات الجديدة من القروض التي لا تستخدم لأغراض انتاجية و انما لسداد قروض سابقة يصاحب ذلك ارتفاع في أسعار الفائدة مما يؤدي الى حدوث الأزمة<sup>1</sup>.

وصف "فريدريك أنجلز" الأزمة الاقتصادية و صفا تقليديا : إذ قال : "تتوقف التجارة ,تزدحم الأسواق ,تتراكم البضائع بكميات هائلة لا طريق لبيعها و تختفي السيولة النقدية كما يتوقف الإقراض ثم تتوقف المصانع و تفقد العمال و سائل عيشها مجرد أنها كانت قد أنتجت الكثير من هذه الوسائل بعد هذا تتعاقب عمليات الإفلاس , كما تتولى عمليات البيع الإجباري , و يستمر هذا الوضع الصعب لسنوات طويلة فتتدمر القوى المنتجة و المنتجات إجمالا حتى الوقت الذي تمتص فيه السوق فائض البضائع المتراكمة أي حتى الوقت الذي يستعيد فيه الإنتاج و التبادل مسيرتهما بالتدريج"<sup>2</sup>

## 2. نظرية الإفراط في الإنتاج :

تنسب هذه النظرية إلى الاقتصادي "كارل ماركس" الذي ينطلق في تحليله من نظرية قيمة العمل و فائض القيمة إذ تحدد قيمة أي سلعة بعدد ساعات العمل المبذولة صنعها, فالعامل يبيع قوة عمله و يشتريها منه الرأسمالي على وفق نظرية القيمة تحدد قيمة العمل بعدد الساعات من العمل اللازم لإنتاجها أي الساعات الضرورية لإنتاج ما يلزم العامل من ضروريات الحياة, و يوضح "ماركس" أن الرأسمالي بعد أن يشتري من العامل قوة عمله فانه يقوم بتشغيل هذه القوة عددا من الساعات أكبر من الساعات التي دفع قيمتها فعلا و الفرق بين اثنين يمثل فائض القيمة الذي يحصل عليه الرأسمالي ثم يستثمر الرأسماليون الجزء الأكبر من أرباحهم التي تراكمت من جراء تراكم فائض القيمة في إقامة رؤوس أموال منتجة من الآلات و المصانع الجديدة، و يرجع ذلك ماركس إلى ما يلي<sup>3</sup> :

- ✓ إن التركيب النفسي للرأسماليين يدفعهم إلى ذلك لكي يشبعوا ميلهم لزيادة الإنتاج
- ✓ لتخفيض تكاليف الإنتاج السلع التي ينتجوها و بالتالي تخفيض أسعارها للبقاء في دائرة المنافسة, إذ أن زيادة إنتاجية العمل المتأتمية من زيادة استخدام الآلات سوف تساعد على تخفيض تكلفة الإنتاج و هكذا تتراكم رؤوس الأموال و يؤدي ارتفاع التراكم الرأسمالي إلى زيادة إنتاج السلع و الخدمات و بالتالي زيادة العرض منها دون أن يقابل ذلك زيادة في الطلب فضلا عن محدودية مجال السوق و منافذ التصريف, هكذا الأزمة من وجهة نظر ماركس هي أزمة إفراط في الإنتاج و ليست أزمة مالية أو نقدية.

- نبيل جعفر عبد الرضا, عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره\_ص 38<sup>1</sup>

- نفس المرجع السابق ، ص 39<sup>2</sup>

3 - نبيل جعفر عبد الرضا ,عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره,ص40

## 3. نظرية الإفراط في رؤوس الأموال:

صاحب هذه النظرية هو الاقتصادي Hayek الذي ينطلق من تحليله للأزمة الاقتصادية من افتراض حالة الاستخدام الكامل وهي حالة يكون فيها الاقتصاد في قمة القدرة الاقتصادية في ظل هذا الافتراض فإنه لا توجد زيادة في حجم الإنتاج في الأجل القصير بوصفه أحد العناصر المتغيرة في الأجل الطويل فقط، وفي هذا الأجل و عبر الاستعانة بتقنيات إنتاج أكثر رأسمالية يتم تطوير الإنتاج و المشكلة عندئذ هي تمويل الاستثمارات الإضافية و هناك سبيلان للتمويل<sup>1</sup>:

1. استخدام مدخرات الوحدات الاقتصادية المتأنية عن امتناعها عن الاستهلاك الحاضر فيخفض الطلب على السلع الوسيطة مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها لتصبح أكثر ربحية فتتطور بذلك بنية الإنتاج الذي يستمر ما دام الإنتاج في طور التطور ثم يخف في أطوار الإنتاج النهائية و ذلك بسبب انتقال رؤوس الأموال المخصصة لإنتاج سلع الاستهلاك نحو إنتاج السلع الوسيطة فيزداد عرضها و ينخفض سعرها و تبدأ فكرة تطوير بنية جديدة للإنتاج.
2. السبيل الآخر للتمويل اللجوء إلى الاقتراض من الجهاز المصرفي في حالة عدم كفاية المدخرات مع اقتراض و جود حافز للاقتراض هو انخفاض سعر الفائض و ارتفاع العائد على الاستثمار، وفي هذه الحالة فإن ارتفاع نسبة الطلب على القروض من أجل الاستثمار سيؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع الوسيطة و يزداد إنتاجها و تتطور بنية الإنتاج، و نتيجة لارتفاع السيولة النقدية لدى المستثمرين سيرتفع معدلات التضخم مما يجعل الادخار إجبارياً على المستهلكين، و هنا تبدأ مؤشرات الأزمة بالظهور فنجد البنوك نفسها ملزمة بوضع حد للتوسع في الإقراض و تقليل السيولة في السوق و ذلك يرفع معدلات الفائدة و بالتالي نركد السلع الوسيطة و في المقابل يرتفع الطلب على السلع الاستهلاكية من قبل العائلات و هكذا يفضل المستثمرون إنتاج السلع الاستهلاكية لارتفاع الطلب عليها فتتكمش بنية الإنتاج و هذا الانكماش يأخذ شكل أزمة.

## 4. تحليل هيمن منسكي Hyman Minsky Analysis :

يقوم هذا التحليل على فرضية عدم الاستقرار المالية و ينطلق من الاقتصاد الجزئي إذ تحدث فترة السكون<sup>2\*</sup> تعقب النجاح في الاستثمارات و تزداد ثقة الشركات و تصبح أكثر استعداداً لتحمل المخاطر و تبدأ بتغيير محافظتها الاستثمارية بطريقة التعاقب الزمني للتدفقات النقدية المستقبلية المتولدة من الموجودات و على نحو متزايد لإنجاز التعاقب الزمني لمدفوعات تسديد الديون المتولدة من المطلوبات و تتغير المحافظ الاستثمارية بمرور الزمن طالما

: نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين\_مرجع سبق ذكره، ص 411  
هي الفترة التي يتوسع فيها الاقتصاد مع وجود فترة تراجع بسيطة تصبح فيها المشاريع أقل تحوطاً للمخاطر<sup>2\*</sup>



## 5. تحليل دايمسكي Dymmsky Analysis:

أوضح دايمسكي أن هناك علاقة ما بين معدلات الأرباح و الفوائد و التراكم الرأسمالي , وركز تحليل دايمسكي على أن تحول الاقتصاد نحو حالة المضاربة هو نتيجة لهبوط معدل الاستثمارات المنتجة اذ تتحول الاستثمارات المنتجة إلى استثمارات المضاربة و ذلك لضمان الحصول على الأموال اللازمة للاستثمارات و دفع القروض المستحقة لكن هذه الإستراتيجية تعد من الاستراتيجيات قصيرة الأجل و إذا استمر التدهور في الاقتصاد المفتوح الذي سببه تفاقم التدهور و ظهور حالات الاقتراض في الاستثمارات فان هذه المرحلة تكون قد بادت فيها الأزمة المالية فتحصل في بدايتها حالة المضاربة مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم فيحدث الاقتراض , الأزمة المالية التي تتسم بالمعادلات السلبية للعوائد على الاستثمارات المضاربة المنتجة فضلا عن انخفاض قيمة العملة<sup>1</sup>.

## 6. نظرية أحجار الدومينو ل"توماس غينولي" Thomas Genole:

تبين هذه النظرية كيفية حدوث الانهيارات التي تؤدي إلى تفاقم الأزمة و تظهر كردود فعل متتالية يشبههما الباحث الفرنسي "توماس غينولي" بأحجار الدومينو التي تتهاوى بعد انهيار أول حجر حتى يصل هذا التداعي إلى الحجر الأخير , يوضح "غينولي" كيفية حدوث الانهيارات من خلال أحجار الدومينو بناء على أزمة الرهن العقاري 2008, فيذكر أنه في الو م أ تقوم مؤسسات الإقراض بتمويل أصول و عقارات و ممتلكات و بضائع لأناس يكون واضحا بأنهم ليسوا قادرين على الوفاء بالتزاماتهم المالية و يجب على هؤلاء خلال السنتين الأوليتين دفع فوائد تلك القروض و في السنة الثالثة يقومون بدفع الدين و فوائده, و لكن هناك الكثير من هؤلاء الذين لا يقدررون على الدفع و هو ما يعني أن قيمة تلك القروض قد ضعفت و هذا أول دومينو في الصفين الأولين,

يضاف إلى ذلك أنه في الو م أ مؤسسات اقتراض توافق على ديون تمنح بموجبها أموالا لأناس يملكون عقاراتهم استخدمه كضمان و لكن منذ مدة بدأ الطلب على العقارات في التفاوض إلى أن وصل إلى حد التجمد أدى ذلك إلى هبوط أسعار العقارات و هو ما يدفع مؤسسات الإقراض إلى طلب السيولة التعويض من أولئك الأشخاص الذين لا يملكون مالا ونتيجة ذلك تبدأ تلك المؤسسة في المعاناة من أجل الحفاظ على قيمة تلك القروض و الديون و هو ما يضيف من قيمتها في السوق و التعاملات المالية و هذا هو الدومينو الثاني,

1:نبيل جعفر عبد الرضا ,عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره,ص45

و هذه المؤسسات المالية قامت بتحويل تلك القروض إلى أصول أي أنها حولتها إلى منتج جديد يمكن بيعه و شراؤه في البورصة أي مثل أن تكون تدين لشخص بالمال و يقوم هذا الشخص ببيع دينك لشخص آخر و نظرا لكون الأرباح الموعودة من هذه العملية مرتفعة فقد أقدمت صناديق الاستثمار على شراء هذه الأصول في البورصة و لكن مع بدأ هذه الأصول في فقدان قيمتها أرادت صناديق الاستثمار التخلص منها ببيعها و لكن المشكلة أنه ليس هناك من مشتريين باستثناء الراغبين في الشراء بأسعار متدنية وهذا هو الدومينو الثالث،

و لتجنب مشكلة انعدام السيولة تقوم صناديق الاستثمار ببيع أصول أخرى تملكها في البورصة ولا علاقة لها بهذه القروض ومع التسرع تحبط قيمة هذه الأصول ولكن زيادة على ذلك فإن البنوك التي اشترت منها الصناديق تلك الأصول تخسر الكثير من الأموال و هذا الدومينو الرابع،

و تقوم البنوك التي تعاني من نقص السيولة التي فقدت الكثير من الأموال بالبحث عن الأموال و الحصول عليها عن طريق الاقتراض من بنوك أخرى ولكن كل بنك يجهل حقيقة المشكلات المالية و عمقها التي يعاني منها البنك الآخر و بذلك البنوك ترفض الإقراض و يزداد عدد البنوك التي تعاني من مشكلات السيولة حتى لو كان و وضعها جيدا و هذا هو الدومينو الخامس، ومع ازدياد البنوك التي تعاني من مشكلات السيولة فإن النشاط المالي ككل يتأثر و تقوم البنوك المركزية بتقديم القروض للبنوك بهدف الحفاظ على التوازن على المدى المتوسط و هذا هو الدومينو السادس و هكذا تتولى الانهيارات مثل أحجار الدومينو<sup>1</sup>.

هذه النظرية تفسر سبب هبوط قيمة الأصول و الأسهم و معانات البنوك من نقص السيولة بشكل واضح و لكن ما يؤخذ على هذه النظرية أنها تفسر حالة خاصة ترتبط بأزمة الرهن العقاري لكنها تعجز عن تفسير حالات أخرى مثل أزمات العملة و أزمات المديونية و غيرها من الأزمات المالية.

### ثالثا: الأزمة المالية في الفكر الاقتصادي:

1. الأزمة المالية في الفكر الكلاسيكي: اعتمد الفكر الرأسمالي في بدايته و ما يعرف بالمدرسة الكلاسيكية على نظام الاقتصاد الحر و معظم كتاب الاقتصاد يؤرخون لهذا الفكر منذ صدور كتاب (ثروة الأمم) لأدم سميث عام 1779 في بريطانيا و أهم نظريات وقوانين الفكر الكلاسيكي تتلخص فيما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - نبيل جعفر عيد الرضا، عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره ص51 <sup>2</sup> - معتوق سهير محمود، النظريات و السياسات النقدية، مكتبة عين شمس، القاهرة 1999، ص 16.

- ✓ التوازن يتحقق دائما عند مستوى التشغيل الكامل
- ✓ الوضع الطبيعي للاقتصاد يتحقق تلقائيا دون الحاجة لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.
- ✓ المصلحة الشخصية هي الدافع الرئيسي و المحرك للنشاط الاقتصادي
- ✓ ترك الأفراد أحرار دون تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية يجعل قوى السوق كفيلة بتحقيق التوازن و التي سماها آدم سميث باليد الخفية,

على الرغم من حدوث العديد من الأزمات الاقتصادية في الاقتصاد الرأسمالي منذ منتصف العقد الثاني للقرن التاسع عشر, إلا أن الفكر الرأسمالي الكلاسيكي ظل يرفض أن يطلق مفهوم (الأزمة) على ما يحدث للاقتصاد الرأسمالي من اضطرابات عدا تلك الاضطرابات بالمشكلات العابرة التي لا تتعدى كونها مرحلة انتقالية تمهيء الاقتصاد الرأسمالي لمرحلة صعود جديدة. لهذا السبب خلت معظم أفكار و نظريات هذا الفكر من مفهوم "الأزمة" و كان هذا النظام يقوم على ضرورة حرية السوق و عدم التدخل فيه بأي شكل من الأشكال و العمل بقاعدة دعه يعمل دعه يمر,<sup>1</sup>

بل إن هناك من لم يعترف حتى بالوجود القوي للدورة الاقتصادية بما فيها من انتعاش و ركود ومن هؤلاء Irving fisher الذي أوضع في كتابه أن الدورة الاقتصادية لا تعني شيئا سوى أنها تسجل المستويات العليا و الدنيا للنشاط الاقتصادي و ليس هناك ما يدعو للقلق ما دام الاقتصاد محكوما بنظام الأسعار, ومن الطبيعي أن تخطئ تقديرات المنظمين فتقود إلى استثمارات سيئة تؤدي إلى اختلافات ناجمة عن الإفراط في العرض لكن آلية الأسعار كفيلة بصحيح تلك الاختلالات و بالتالي لن تحدث أزمة طالما تم توجيه الإنتاج في الاتجاه الصحيح فكل إنتاج سيجد مشتري له استنادا إلى قانون Jean Baptiste Say القائل: "بأن العرض يخلق طلبه الخاص"<sup>2</sup> .

حتى الادخار عند الكلاسيكيين لا يتعارض مع قانون "ساي" لأن الادخار عبارة عن إنفاق على السلع الإنتاجية انسجاما مع الفرضية القائلة أن كل ادخار يجب أن يذهب إلى الاستثمار و يتساوى معه و على الرغم أن "ساي" قد أشار إلى أنه قد أشار إلى أنه قد يكون هناك إنتاج مفرط يقابله استثمار منخفض و العكس بالعكس إلا أن الإفراط في الإنتاج أن يستمر طالما ترك لآلية السوق حرية العمل للقضاء على أي إفراط كان و هنا يمكن أن نستنتج أن الفكر الكلاسيكي قد اعترف ضمنا بإمكان حدوث الأزمة التي يتسبب فيها الإفراط في الإنتاج و البطالة إذا ما تم تجاه الوظائف التلقائية الخاصة بالنظام الرأسمالي,<sup>3</sup>

- نبيل جعفر عبد الرضا, عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره\_ص 52<sup>1</sup>

- نفس المرجع السابق ، ص 52<sup>2</sup>

: معتوق سهير محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 19.<sup>3</sup>



## 2. الأزمة المالية في الفكر النيوكلاسيكي:

ركزت المدرسة النيوكلاسيكية (التقليدية الحديثة) على الكساد بوضعه أخطر مرحلة من مراحل الدورة الاقتصادية مقترحة تطبيق إجراءات معينة لنقل الاقتصاد من حالة الكساد إلى ازدهار جديد عبر حركة تصاعدية و محاولة إطالة فترة الاستقرار الاقتصادي أو على الأقل محاولة تحقيق وطأة الكساد و تقليص مدة بقائه باقتراح و تطبيق سياسات مناقضة للاتجاه التلقائي للدورة على الرغم من إيمان الاقتصاد بين الكلاسيك و النيوكلاسيك بفروضهم الاقتصادية و الدفاع عن أفكارهم إلا أنه هناك منهم من اعتقد بوجود الأزمة و أشار إلى إمكان ظهور الأزمات و ممن اعترفوا بشكل غير مباشر بإمكان حدوث الأزمات الاقتصادي "سيموندي" حيث يرى أنها تتسبب من فائض الإنتاج الذي يكون ناجما عن تنافس الرأسماليين فيما بينهم للحصول على ربح من جهلهم لمدى قدرة السوق على استيعاب الإنتاج<sup>1</sup>

كذلك "توماس مالتوس" الذي يعتقد بعدم قدرة النظام الرأسمالي على إحداث عملية التوازن العام بين العرض و الطلب من خلال آلية السوق لأن الأزمة تحدث في النظام الرأسمالي نتيجة وفرة الإنتاج العام الذي يحدث إذا اتجه الرأسماليون إلى الادخار و بالتالي زيادة حجم الاستثمار و زيادة الإنتاج العام بشكل مفرط لذلك سبق "مالتوس كينز" في الإشارة إلى ضرورة توفير الطلب الفعال للتخلص من هذا الفائض و تفادي الأزمات لكنه لم يقنع معاصريه بهذه الفكرة<sup>2</sup>

أما هوبسن John Hobson فقد يسير باتجاه مالتوس فقد ذكر عام 1914 أن الإفراط في الادخار على حساب الاستهلاك مع نمو الدخل خلال المرحلة التصاعدية للاقتصاد , سوف يؤدي إلى توسيع الإنتاج و هذا التوسع يعجز الطلب المتناقص عن امتصاصه نظرا لاتساع الفجوة بين أرباح المنظمين ذوي الميل الاستهلاكي المنخفض و الأجور المخصصة للعمال ذوي الدخل الاستهلاكي المرتفع و هنا يدخل الاقتصاد مرحلة الانكماش المؤدية للكساد<sup>3</sup>.

## 3. الأزمة المالية في الفكر الكينزي:

ينسب هذا الفكر إلى الاقتصادي البريطاني "جون مينارد كينز" J.M.Keynez وجاء ظهور الفكر الكينزي نتيجة لعدم قدرة النظرية الكلاسيكية على إيجاد الحل لأزمة الكساد العظيم عام 1929 و التي كانت تهتم بجانب العرض فقط و

1: نبيل جعفر عبد الرضا, عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره\_ ص 531

- نفس المرجع السابق ، ص 552 -

2: نبيل جعفر عبد الرضا, عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره\_ ص 563

أهملت جانب الطلب حيث أن هذه الأزمة هي أزمة طلب لهذا ظهرت نظرية كينز للطلب الفعال لتصحيح الاختلال التوازني وحل الأزمة<sup>1</sup>.

يفسر كينز الأزمات الاقتصادية بعدم كفاية الطلب و ينتقد كينز في نظريته التي أوضحها في كتابه الشهير: النظرية العامة في التشغيل و الفائدة و النقود الذي صدر عام 1936 النظرية الكلاسيكية في البطالة و يبين أن هناك احتمالاً كبيراً في أن يؤدي انخفاض الأجور إلى ارتفاع البطالة بدلاً من القضاء عليها كما يفترض الكلاسيك و هذا يعود إلى عدة عوامل أهمها: أن أجور العمال تمثل دخولهم التي ينفقونها في شراء السلع و الخدمات و أن هذه الأجور تمثل نسبة مهمة من الدخل القومي و عندما تنخفض الأجور تنخفض دخول العمال و بالتالي ينخفض طلبهم على السلع و الخدمات مما يدفع المنظمين إلى تخفيض الإنتاج فينخفض مستوى التشغيل و ترتفع البطالة<sup>2</sup>، ويؤكد أن سبب الأزمة يكمن في القوانين النفسية التي لا تتبدل و منها: "قانون ميل الناس إلى التوفير"، و هكذا يربط كينز السبب الرئيسي للأزمة بخصائص طبيعة الإنسان التي لا تتبدل و فوضى الروح الإنسانية و يوضح أن مجموع استهلاك المجتمع يتأخر دائماً عن نمو مجموع الدخل الحقيقي نتيجة خصائص الأفراد النفسية و يطالب الدولة بالتدخل لحل قضية استخدام أكبر عدد ممكن من اليد العاملة و هو يعتقد أن معالجة الأزمات لا تتم إلا بتدخل الدولة في الحياة الاقتصادية تدخلاً فعالاً عن طريق تنظيم مقدار الاستهلاك العام و التوظيفات<sup>3</sup>.

#### 4. الأزمة المالية في الفكر النقدي

في نهاية عقد الستينات و بداية السبعينات من القرن الماضي واجهت بعض الاقتصاديات العالمية ظاهرة جديدة تمثلت في ارتفاع معدلات البطالة و التضخم و ما عرف بظاهرة الركود التضخمي stagflation و قد عجزت النظرية الكينزية عن تفسير هذه الظاهرة و لم تنفع السياسات الكينزية في معالجة هذه الظاهرة و من هنا ظهر دور السياسة النقدية بقيادة الاقتصادي الأمريكي "ميلتون فريدمان" M.friedman و أكدت على أهمية السياسة النقدية و أثارها الفعّال في مختلف الأنشطة الاقتصادية بصرف النظر عما إذا كانت هذه السياسة انكماشية أو توسعية كما تعتقد أن تدخل الدولة بواسطة السياسة المالية قد يؤدي إلى تعميق حالة الاختلال أو عدم التوازن<sup>4</sup>.

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره ص 53

- نفس المرجع السابق، ص 57<sup>2</sup>

- معتوق سهير محمود، مرجع سبق ذكره، ص 25<sup>3</sup>.

- نفس المرجع السابق، ص 30<sup>4</sup>.

من رواد الأوائل المدرسة النقديين "فريدريك هايك" الذي يرى أن أسباب الأزمات الاقتصادية تعود إلى الاستثمار المفرط إذ أن اتجاه الزيادة في عرض النقود إلى الادخار يعمل على تخفيض معدل الفائدة عن مستواه الطبيعي فيرتفع الائتمان في اتجاهين: الأول تمويل التوسع في الاستثمارات الحقيقية، والثاني تمويل عمليات المضاربة في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

ففي الاتجاه الأول تصبح عمليات الإنتاج ذات كثافة رأسمالية عالية فترتفع أسعار السلع الرأسمالية و السلع الوسيطة و بالتالي ترتفع أسعار المنتجات بسبب ارتفاع نفقات الإنتاج و في الوقت نفسه ترتفع دخول الموظفين و العمال و بالتالي يزيد الطلب على السلع الاستهلاكية و يحدث الارتفاع الثاني للأسعار وهذا يزداد الحافز للتوسع الاستثماري فيقع الاقتصاد في شرك التضخم و من ثم يتطلب الإسراع إلى و ضع حد لهذا التوسع برفع معدلات الفائدة و يحدث انكماش الاستثمار و بالتالي ينخفض الطلب على السلع الرأسمالية و السلع الوسيطة يدخل الاقتصاد في نفق الركود<sup>2</sup>.

أما عندما تتجه الزيادة في عرض النقود إلى تمويل عمليات المضاربة في سوق الأوراق المالية فذلك يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم و السندات و بالتالي ارتفاع أسعارها ونتيجة لغزوه المستثمرين عن الاقتراض ينخفض معدل الفائدة عن مستواه الطبيعي و لكن إذا أوقف البنك المركزي زيادة عرض النقود فان معدل الفائدة يعاود ارتفاعه إلى مستواه الطبيعي و بالتالي تصبح الاستثمارات الجديدة غير مجدية و غير مريحة فيتوقف معظمها عن العمل و يصبح عمالها عاطلين عن العمل و يطلون كذلك حتى يتولد لديهم الاستعداد للعمل بأجور اسمية منخفضة<sup>3</sup>.

ومن هنا اعتقد النقديون الأوائل أن الكساد قد لا يكون أمر سيئا بل هو حالة صحية لتخلص الاقتصاد من المشروعات الضعيفة و غير المجدية شرط عدم تدخل الحكومة تاركة للأزمة فرصة تعديل نفسها بنفسها حتى تتمكن المشروعات الكفؤة من سحب الموارد من المشروعات الأقل كفاءة.

أما المدرسة النقدية بقيادة "فريدمان" فتتعلق في تحليلها للأزمة الاقتصادية من نظرية كمية النقود و تلخص المدرسة النقدية تفسيرها للأزمة بالاضطرابات النقدية عندما يعرف عرض النقد عن معدله الثابت المنتظم الذي يحافظ على ثبات المستوى العام للأسعار فانخفاض معدل عرض النقد هو الذي يؤدي إلى الركود و من ثم الكساد في ظل تصلب الأجور فتنشأ البطالة و يختل التوازن العام منحرفا عن مستوى التشغيل الكامل وهذا ما أكدته كتابات "فريدمان" و"أناشوارتز" Anna

- معتوق سهير محمود ، مرجع سبق ذكره، ص 32<sup>1</sup>.

- نفس المرجع السابق ، ص 33<sup>2</sup>.

نبييل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره\_ ص 63<sup>3</sup>

Schwartz أي أن السبب في حدوث الأزمة هي الدورة النقدية و ليست الدورة السلعية لأن النقود تعد حلقة وصل بين المعاملات الاقتصادية التي افترضها نظرية كمية النقود ثابتة<sup>1</sup>.

### 5. الأزمة المالية في مدرسة التوقعات العقلانية:

تعد مدرسة عدم الاستقرار المالي من أبرز المدارس المفسرة للأزمات المالية التي تركز في تحليلها على النفسية الجماعية للأعوان الاقتصادية و مدرسة التوقعات العقلانية تعتبر الأزمات خارجية غير المتوقعة و مختلفة, يتزعم مدرسة التوقعات العقلانية العديد من الاقتصاديين من بينهم: "موتس" muths, "لوكا" Lucas, "سارجنت" sargent, تقوم على فكرة تجنيد الأعوان لكل المعلومات المتاحة بغية اتخاذ القرارات و هذا بناء على دروس المستخلصة من النظرية النيوكلاسيكية حتى لا يقع الأعوان ضحية الوهم النقدي Illusion Monétaire فهم يتوقعون نتائج السياسة الاقتصادية و رغم أن الأعوان يعتمدون العقلانية في قراراتهم يجعلهم يجتنبون أخطاء نظامية erreurs systémique إلا أن المدرسة لا تؤكد عدم وقوعهم في أخطاء تنبؤيه فالأزمات تعتبر حوادث ناتجة عن صدمات خارجية كالزلازل و الحروب<sup>2</sup>.

: نبيل جعفر عبد الرضا, عدنان فرحان الجوارين\_ مرجع سبق ذكره ص 61

<sup>2</sup>: Jacques Gravereau ;Jacques Trauman-crises Financières ;Economic ;paris-2001\_P26

## خلاصة الفصل الأول

من خلال ما تناولناه في هذا الفصل يتبين أن البورصة تلعب دور هام في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك بتقديمها لوظائفها عديدة للاقتصاد الوطني أهمها حشد وتعبئة وتوجيه الموارد المالية والمساهمة في تخصيص هاته الموارد بكفاءة من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهة الاقتصادية ، حيث هناك العديد من الدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع وأكدت أن البورصة تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي.

ومع اتجاه الأسواق المالية نحو الانفتاح والتكامل لتوفير فرص الاستثمار الأفضل لرؤوس الأموال مما ساهم في زيادة صافي حركة رؤوس الأموال إلى الدول النامية مما أتاح لها زيادة الاستثمار والإنتاج وفرص العمل وتعزيز نموها الاقتصادي.

فالأسواق المالية تعتبر احد أهم المراكز الاقتصادية الدولية إلا أنها تعاني من هاجس يطاردها وهو الأزمات المالية حيث أن أبرز مثال على أهمية وتأثير الأسواق المالية في أداء الاقتصاد ككل ما حدث في أسواق الدول العالمية حيث تعرضت هذه الدول لأزمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أسواقها، وتحول هذه الأزمات المالية إلى أزمات اقتصادية حيث أننا سنقوم في الفصل الموالي بسرد أهم الأزمات المتتالية في العالم.

# الفصل الثاني

## تاريخ الأزمات المتتالية عبر دول العالم

## مقدمة الفصل الثاني

إن ظهور الأزمات الاقتصادية والمالية والتي تحمل طابعا شموليا ما هي إلا صفة ملازمة للرأسمالية التي فشلت تماما في إيجاد مخرجا لأزماتها الاقتصادية والمالية المتتالية ومن ثم لجأ منظرو الرأسمالية إلى استخدام الحرب كأسلوب تخديري لمعالجة مشاكل هذا النظام الذي فشل أخيرا بعد أن أشعلوا الحربين العالميتين الأولى والثانية ثم اخترعوا الحرب الباردة.

لقد فشلت الرأسمالية في إيجاد مخرجا لها من توالي أزماتها وتكرارها بمرور الزمن ، فالأزمة العالمية الرأسمالية نابعة حقا من الأساس الاقتصادي والاجتماعي للرأسمالية ومن الصعوبة إيجاد حلول جذرية لهذه الأزمة.

فالتاريخ الاقتصادي شهد العديد من الأزمات الاقتصادية والمالية هددت استقرار الدول حيث أن التحولات السريعة والتقلبات المفاجئة تشكل مصدر الأزمات وهذا ما سنحاول التطرق إليه في هذا الفصل من خلال مبحثين:

- المبحث الأول نعرض فيه أزمات القرن العشرين من أزمة الكساد الكبير 1929 وأزمة 1987 والأزمة المكسيكية والأزمة الآسيوية إضافة إلى أزمات القرن التاسع عشر وما قبله.
- أما المبحث الثاني نتناول فيه الأزمات في القرن الواحد والعشرين من الأزمة الأرجنتينية والأزمة التركية والأزمة المالية العالمية 2008 والتي أثارت اهتمام العديد من الخبراء الاقتصاديين نظرا لخطورتها على النظام الاقتصادي العالمي حيث بدأت بانفجار فقاعة عقارية في الو.م.أ ثم انتشرت بسرعة إلى بلدان أخرى وسببت صدمات حادة في مختلف الاقتصاديات.

المبحث الأول : أزمات القرن العشرين وما قبله

حدثت العديد من الأزمات المالية والاقتصادية في القرن العشرين و قبله وتعددت أسباب هذه الأزمات وسنقوم بترتيبها على النحو التالي:

أولاً: أزمات ما قبل القرن التاسع عشر

ثانياً: أزمة القرن التاسع عشر

ثالثاً: أزمات القرن العشرين

أولاً : أزمات ما قبل القرن التاسع عشر:

1. أزمة سنتي 1635 – 1637: حدثت بسبب ارتفاع أسعار زهرة التوليب في هولندا ، حيث تعاظمت شعبية التوليب في هولندا بعد أن تعرفت عليه أوربا عن طريق الإمبراطورية العثمانية في منتصف القرن السادس عشر ، وانطلقت عليها الناس في تنافس لامتلاك أكثر أبصال التوليب نذرة ، وتعاظمت المنافسة حتى وصلت الأسعار إلى حدود خيالية. في فيفري 1637 لم يعد متداولوا البصل يحصلون على عروض شراء أعلى مقابل البصل وبدأوا البيع مما أدى إلى انفجار الفقاعة التي تشكلت نتيجة المضاربة على أبصال التوليب<sup>1</sup>.
2. انهيار سنة 1720 : أزماتان متتاليتان تفرق بينهما بضعة أشهر بفرنسا و إنجلترا بخصوص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد<sup>2</sup>.
3. أزمة سنة 1792 : حدثت بسبب المضاربة على الأوراق المالية في الو.م.أ. وعالجت الحكومة الفدرالية الأزمة بإضافة 18 مليون دولار دين محلي لشراء السندات المتعثرة والاقتراض من المصارف مما رفع سعر السوق لهذه السندات<sup>3</sup>.
4. الأزمة النقدية سنة 1797 : في فبراير 1797 عرف بنك إنجلترا انخساراً في الاحتياطي و يقرر تعليق التخليص نقداً مما خلق الذعر بين المواطنين والشركات الذين سارعوا إلى سحب مدخراتهم وأرباحهم من البنوك والتسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الذعر الجماعي<sup>4</sup>.

1 - بول كروغمان ، العودة إلى الكساد العظيم – أزمة الاقتصاد العالمي، ترجمة : هاني تابري ، دار الكتاب العربي ، لبنان ، 2010 ص 68.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 68.

3 - بول كروغمان ، مرجع سبق ذكره ، ص 68.

4 - نفس المرجع السابق ، ص 72.



ثانيا: أزمات القرن التاسع عشر:

1. أزمة سنة 1810: في عام 1810 حدثت أزمة مصرفية وهي أزمة سيولة بعد حصار نابليون لإنجلترا خاصة أنها لم تستطيع تحصيل حقوقها على شركات جنوب أمريكا وأدت هذه الأزمة إلى ارتفاع معدلات البطالة<sup>1</sup>.
  2. أزمة سنة 1819: تعد هذه الأزمة من أول الأزمات الكبرى التي ضربت اقتصاد الو.م.أ. ، وكانت الو.م.أ. قد عانت من كساد أثر استقلال البلاد في نهاية عام 1780 وأدى إلى تأسيس الدولار ، كما عانت من هبوط كبير آخر في بداية عام 1790 تبعه انهيار نقدي أثر أزمة عام 1797 ثم جاءت حرب عام 1812 التي ارتفع فيها الإنفاق الحكومي بشكل كبير ثم التضخم الذي حدث نتيجة الديون التي تترتبت أثناء الحرب ، كل هذه العوامل قادت إلى أزمة عام 1819<sup>2</sup>.
  3. أزمة سنة 1825: بعد نهاية حروب نابليون في عام 1815 بدأ بنك إنجلترا بإتباع سياسات انكماشية للعودة إلى الاستقرار النقدي وقابلية العملة للتحويل الذي كان موجودا قبل عام 1797 واستطاع تحقيق ذلك عام 1821 وتبع ذلك توسع في الاقتصاد البريطاني تمثل بارتفاع الصادرات خصوصا إلى دول أمريكا الجنوبية حديثة الاستقلال وارتفاع الاستثمارات نتيجة لتنفيذ العديد من مشاريع البنية التحتية.
- أدى الطلب على الأسهم لتمويل هذه المشاريع فضلا عن اكتشاف العديد من مناجم الذهب والفضة في أمريكا اللاتينية والديون الحكومية السيادية وتكدس كميات كبيرة من احتياطي الذهب ، كلها عوامل دفعت نحو توسع القاعدة النقدية لتمويل الأنشطة الاقتصادية ومضاربات أسواق الأسهم. وأصبح ازدهار أسواق الأسهم فقاعة عندما بدأ المستثمرون بالمضاربة على الأسهم الحقيقية والخيالية مما أدى ذلك بالشركات الشرعية والحقيقية إلى إيجاد صعوبة في الحصول على التمويل إلا في حالات استثنائية. وانتقلت عدوى النشاط الاقتصادي إلى بقية البنوك مما دعاها إلى التخلي عن إجراءاتها الأمنية والقيام بقروض دون الحصول على الضمانات المطلوبة وهي ما تسمى بالقروض الخطرة، وانفجرت الفقاعة في أبريل من عام 1825. مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم وبالتالي غلى فشل العديد من البنوك البريطانية مثل بنك ثورنتون(Thornton's Bank) وبدأت حالة الذعر (Panic) تنتشر في نهاية ذلك العام. إن السياسة النقدية التوسعية كانت السبب الرئيسي وراء تفجر هذه الأزمة وجاءت السياسة النقدية الانكماشية كعلاج لإنهائها وتعد هذه الأزمة مقدمة للأزمات التي حدثت خلال الأربعين سنة التي تلتها<sup>3</sup>.
4. أزمة سنة 1866: حدثت هذه الأزمة في شهر جانفي من عام 1866 نتيجة لانهيار أكبر شركات المقاولات في بريطانيا وهي واتسون افريد وشركاؤهم (Watson Overned & company)<sup>4</sup>.

1 - بول كروغمان ، مرجع سبق ذكره ، ص 73.

2 - نفس المرجع السابق، ص 73.

3 - بول كروغمان ، مرجع سبق ذكره ، ص 73.

4 - نفس المرجع السابق ، ص 74.

5. أزمة سنة 1873 : إن هذه الأزمة من أول الأزمات ذات الطابع العالمي وحدثت نتيجة انهيار بورصتي فيينا والنمسا إثر المضاربات الضخمة التي لم يقابلها سوى ضمانات متدنية فضلا عن أنها لم تكن مغطاة بإنتاج اقتصادي حقيقي مما أدى إلى حدوث انهيار كلي سرعان ما انتشر إلى ألمانيا وباقي دول أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية. وتعد هذه الأزمة من أعمق الأزمات التي حدثت في القرن التاسع عشر. إذ أدت إلى حدوث انخفاض كبير في حجم التصدير للمنسوجات القطنية والصوفية فانخفضت الأسعار وهبط الإنتاج وأعلنت العديد من معامل الغزل والنسيج إفلاسها كما أفلست العديد من المصارف الكبيرة مثل بنك إنجلترا المركزي والشمالى وكذلك المصرف التجاري الزراعي الإيرلندي<sup>1</sup>.

6. أزمات 1880-1913: تميزت الفترة 1880 إلى 1913 بأنها فترة عوملة للسلع والأسواق المالية في تلك الحقبة الزمنية وإن كانت العوملة لا تشبه العوملة الحالية فضلا عن كونها فترة مليئة بأزمات الأسواق المالية الناشئة وقد توافرت بيانات عن الأزمات التي حدثت في 30 دولة أربع منها لم تتعرض لأي أزمة خلال تلك المدة هي ( بلجيكا، سويسرا، النرويج، الهند) والبقية تعرضت للأزمات المبينة في الجدول المدون أدناه.

جدول رقم 04: الأزمات الاقتصادية خلال الفترة (1880 - 1913)

السنوات	الأرجنتين	استراليا	النمسا	البرازيل	كندا	شيلي	الدانمارك	مصر	فنلندا	فرنسا	ألمانيا	اليونان	إيطاليا
1880						أ.د							
1882		أ.ب											
1885	أ.ع					أ.ب						أ.ع	
1887						أ.ع							
1888								أ.ع					
1889				أ.ب - أ.ع				أ.ب					
1890	أ.ع - أ.ب - أ.د			أ.ب									
1891	أ.ب				أ.ع								أ.ب
1893		أ.ب			أ.ع					أ.ع			أ.ب
1894												أ.د	أ.ع
1897				أ.ب									
1898				أ.ع - أ.د		أ.ع - أ.ب							
1900				أ.ب				أ.ع	أ.ب				
1901		أ.ب									أ.ب		

<sup>1</sup> - بول كروغمان ، مرجع سبق ذكره ، ص 75.

1907				أ.ب		أ.ب							
1908	أ.ع					أ.ب	أ.ع						
السنوات	اليابان	المكسيك	هولندا	نيوزلندا	البرتغال	روسيا	جنوب إفريقيا	إسبانيا	السويد	تركيا	المملكة المتحدة	أمريكا	أورغواي
1880										أ.د			
1881							أ.ب						
1882								أ.د					
1884											أ.ب		
1885								أ.د					
1889							أ.ب						
1890										أ.ب	أ.ع		
1891						أ.ع - أ.ب					أ.ع	أ.د	
1892													
1893											أ.ب - أ.ع		
1897												أ.ب	
1900												أ.ع	
1901												أ.ب	
1903												أ.ع	
1904												أ.ع	
1905												أ.ب	
1907												أ.ب	
1908												أ.ع	
1913												أ.ب	

ملاحظة: (أ.ع): أزمة عملة ، (أ.ب): أزمة بنكية ، (أ.د) : أزمة ديون.

المصدر: بول غروسمان ، العودة إلى الضماد العظيم- أزمة الاقتصاد العالمي، ترجمة هاني تاهري، دار الكتاب

العربي ، لبنان ، 2010، ص: 77-79

يتضح من الجدول المدون أعلاه أن هناك 78 أزمة حدثت خلال الفترة الواردة منها 42 أزمة بنكية أي أن الأزمات البنكية شكلت النسبة الأكبر من إجمالي الأزمات وبلغت 53.8% في حين حدثت 26 أزمة عملة و10 أزمات ديون. وكانت دول أمريكا اللاتينية أكثر دول العينة حدوثاً للأزمات وجاءت البرازيل بالمرتبة الأولى على دول العينة إذ حدثت فيها 8 أزمات منها 5 أزمات بنكية تلتها الأرجنتين وشيلي ب 6 أزمات وفي دول آسيا كانت اليابان الأكثر تلقياً للأزمات إذ

حدثت فيها 6 أزمات خلال تسع سنوات فقط 1900-1908 نصفها أزمات بنكية والنصف الآخر أزمات عملة وجاءت إيطاليا على رأس الدول الأوروبية وحدثت فيها 5 أزمات ثلاث بنكية وأزمة عملة.

في عام 1907 حدثت أزمة مصرفية كبيرة في الو.م.أ أدت إلى حدوث زعر مالي بين المواطنين مما أدى إلى اصطفاغ عدد كبير من المواطنين أمام البنوك للمطالبة باسترجاع ودائعهم إلا أن البنوك رفضت الدفع. الأمر الذي أدى بالحكومة الأمريكية إلى تأسيس المصرف الاحتياطي الفيدرالي الذي منح صلاحيات كبيرة جدا لتوفير السيولة النقدية للاقتصاد الأمريكي ، وعلى الرغم من ذلك فقد شهدت المدة من عام 1914 وهو عام بداية الحرب العالمية الأولى فصاعدا حالات عدم استقرار اقتصادي.

### ثالثا: أزمات القرن العشرين

#### 1. أزمة الكساد الكبير (1929 - 1933) وتحليلها<sup>1</sup> :

تعتبر أزمة 1929 - 1933 أزمة الركود الكبير وهي من اشد الأزمات ذات آثار بالغة في جميع المجالات ، حيث أنها كانت السبب في تغير البناء الهيكلي للنظام المالي العالمي وأبرزت الحاجة إلى تنظيم قوي من قبل الدولة. فسبب الأزمة هو أن خلال العشرينات في الو.م.أ كانت سنوات مضاربة حادة ، تمثلت في العقارات وما يتصل بها حيث تضاعف شراء الأراضي والبيوت سنة 1925 في فلوريدا نتيجة المناخ المطلوب وهكذا عرفت الأسعار ارتفاعا والكل يبحث عن الأقل للحصول على مصدر لمداخيل دائمة (تأجير) أو على الإقامة (استعمال المنازل). وفي سنة 1926 عندما اجتاح فلوريدا إعصاران لم تعد الأماكن فيها مرغوبة واتجه الجميع نحو البورصة حيث تلا ذلك انشراح وازدهار في الو.م. حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية وتم توظيف جزء كبير منها في البورصة مما مكن الكثير من الاستثمار في البورصة وذلك بشراء الأسهم وبحلول عام 1929 كانت أسعار الأسهم قد تضاعفت أربع مرات خلال خمسة سنوات، فارتفعت قيمة مؤشر Dow Jones في الأسهم الرئيسية في سبتمبر 1929 إلى 381,7 نقطة صعودا من 66,75 نقطة فقط في ديسمبر 1920. وهذا راجع إلى التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لدوي الدخل المنخفضة لتمويل المشتريات من الأوراق المالية على أساس هامش الضمان حيث كان الضمان الوحيد للمقرض هو الأسهم المودعة لديه، بالإضافة إلى إنشاء وتأثير الشركات الاستثمارية

<sup>1</sup> - ينظر:

- صلاح الدين السبسي - الأسواق المالية - مرجع سبق ذكره - ص 271.

- إبراهيم عبد العزيز النجار - مرجع سبق ذكره - ص 30.

- دانييل أرنولد - تحليل الأزمات الاقتصادية للامس واليوم - (ترجمة : عبد الأمير شمس الدين) - المؤسسة الجامعية للدراسات - بيروت - الطبعة 01

- سنة 1412 هـ / 1992 م - ص ص : 29 - 47.

- وليد احمد صافي - سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، سوق عمان المالي - مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم

الاقتصادية- تحت إشراف: طواهر محمد التهامي - معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر - 1996 / 1997 - ص ص : 132- 133.

المتعددة التي استعملت رأس المال المحصل في شراء الأوراق المالية، هذا وقد تسامحت السلطات النقدية الأمريكية وعدم رغبتها بالوقوف في وجه حركة الارتفاع غير الطبيعية للأسهم، وحذر العديد من الاقتصاديين من انفجار "الفقاعة المالية" وحدث هذا بالفعل في 29 أكتوبر 1929، حين هبطت قيمة الأسهم في البورصة بشكل كبير ومفاجئ حيث تم بيع في ذلك اليوم 76 مليون سهم وانخفض مؤشر Dow Jones بمقدار 21 نقطة واستمرت البورصة في الانهيار حيث بلغت الخسائر أكثر من 80% من أعلى قيمة بلغت في عام 1929 والتي كانت 381.17 و أصبحت 41.22 في جويلية 1932 وذلك بسبب أن السندات والأسهم المودعة من المضاربين على أساس حد الضمان مقابل القروض الممنوحة إليهم لم تعد تشكل ضمانا كافيا بالنسبة للمقرضين، فقد طلبوا هؤلاء المقرضين من المضاربين زيادة تقديماتهم النقدية (طلب حد الضمان) فاضطر المضاربون أن يبيعوا سندات لجمع الأموال المطلوبة وهذا ما زاد من مدة حركة الهبوط، حتى بلغت الخسارة في 13 نوفمبر التالي 30 مليار دولار واستمرت الأزمة حتى أن البورصات قد استغرقت 25 عاما للتعافي من هذه الكارثة واستعادة أسهمها لقيمتها الأصلية.

أرجع كينز سبب الكساد العظيم وأوضح في كتابه النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود " أن الاستثمار عملية غير مستقرة أصلا تقودها ما أطلق عليه "الروح الحيوانية" Animal Spirit أي أن المستثمرين عادة ما يتبع بعضهم بعضا حبا بالمال دون معرفة حقيقة ما يجري من تطورات اقتصادية وكأنهم قطع من الماشية أي أنهم غير عقلانيين ويؤدي هذا النوع من القرارات إلى ارتفاع الطلب على الأصول وبالتالي ارتفاع أسعارها باتجاه قد لا يكون له علاقة بأساسيات السوق.

بعض الاقتصاديين يعزي سبب الأزمة إلى العشرينات من القرن العشرين وما صاحبها من تفاوت كبير بين القدرة الإنتاجية للاقتصاد المحلي وقدرة الناس على الاستهلاك فالتطورات في تقنيات الإنتاج في أثناء الحرب العالمية الأولى وبعدها ارتفعت بشكل كبير في الو.م.أ فضلا عن اتجاه مصانع أوروبا لتصنيع السلاح خلال فترة الحرب العالمية الأولى مما جعل مصانع الو.م.أ المصدر الأول والرئيسي للبضائع الاستهلاكية وبالتالي رفع حجم إنتاج المصانع الأمريكية بشكل كبير أكبر من احتياجات الناس في الو.م.أ وبالتالي ازدهر الاستثمار في الأوراق المالية مما رفع أسعار الأسهم إلى قيم وأسعار خيالية، وقد أدى ذلك إلى ارتفاع أسعار المنتجات مما جذب المستثمرين كافة لاستثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية أيضا سارعت البنوك بدفع أموالها لتمويل قروض بشروط سهلة وميسرة للمستثمرين الأمر الذي ضاعف الاستثمارات وساعد في رفع الأسعار بشكل كبير.

وبعد انتهاء الحرب بدأ الحال يعود إلى سابق عهده إذ عادت أوروبا وبقية دول العالم للإنتاج المدني وقل الطلب على المنتجات الأمريكية مما أدى إلى تكديس البضائع في الو.م.أ مما تحلقت عنه تأثيرات عميقة على المنتجين الأمريكيين فتراكمت البضائع وتكدست لدى الصناع والتجار وأصيب الاقتصاد الأمريكي بكساد عظيم للمنتجات التي لا تجد من يشتريها. وزادت الديون وأفلست الكثير من المصانع وتم تسريح آلاف العمال مما أدى إلى انتشار البطالة وضعف القوة الشرائية وانتشار المشكلات

الاجتماعية والأخلاقية ، وقد تباطأت كثير من الدول الأوربية عن تسديد الديون المستحقة عليها للو.م.أ مما خلق نقصا في السيولة ، وقد أدى ذلك إلى تولد حالات عدم الثقة لدى المستثمر الأمريكي والأجنبي في الخزينة الأمريكية. في حين أوضح فريدمان أن سبب الكساد كان عدم وفرة السيولة وهي مسؤولية يضطلع بها بنك الاحتياطي الفدرالي الذي لو اتخذ إجراءات فورية لاحتواء الأزمة لكان الكساد عاديا من دون أن يتطور إلى الكساد الكبير الذي شهدته تلك الفترة. أما إيرفينغ فيشر وهو من أنصار النظرية الكلاسيكية الحديثة فيقول إن السبب كان زيادة حجم الدين والانكماش.

**جدول رقم 05: تطورات الناتج المحلي الإجمالي في الو.م.أ خلال الفترة (1928-1941)**

السنة	الناتج المحلي الإجمالي / مليار دولار
1928	97.4
1929	103.6
1930	91.2
1931	76.5
1932	58.7
1933	56.4
1934	66
1935	73.3
1936	83.8
1937	91.9
1938	86.1
1939	92.2
1940	101.4
1941	126.7

المصدر: دانييل أرنولد ، تحليل الأزمات الاقتصادية للامس واليوم ، (ترجمة : عبد الأمير شمس الدين) ، المؤسسة

الجامعية للدراسات ، بيروت ، الطبعة 01 ، سنة 1412 هـ / 1992 م ، ص 45.

من خلال هذا الجدول يتبين أن أزمة 1929 تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي للنظام الرأسمالي بأكمله، وكانت لها صفة الدورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية للنظام الرأسمالي ، كما أن الناتج الحقيقي اتجه نحو الانحدار الشديد

حيث انخفض الإنتاج الصناعي في الو.م.ا بنسبة 47% وانخفض الناتج المحلي الحقيقي بنسبة 40% في حين بلغ الإنفاق الاستثماري الحقيقي في عام 1932 أقل من 11%، و الجدول يوضح تطورات الناتج المحلي الإجمالي في الو.م.أ حيث أنه شهد هبوطاً مستمراً منذ عام 1930 حتى وصل إلى حوالي نصف ما كان عليه في عام 1929 وبعد ذلك العام استمر في الارتفاع لكنه لم يعد إلى مستواه حتى في عام 1940 دلالة على التأثير الشديد لأزمة الكساد الكبير. أما التأثير في البطالة فقد كان كبيراً إذ شهدت معدلات البطالة ارتفاعاً مستمراً وبعد أربعة سنوات من الأزمة أي في عام 1933 وصل معدل البطالة إلى حوالي 25% أي ما يقارب مليون عامل والجدول المدون أدناه يوضح ذلك.

جدول رقم 06: معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1929 - 1939

السنة	معدل البطالة (%)
1929	3.2
1930	8.9
1931	16.3
1932	24.1
1933	24.9
1934	21.7
1935	20.1
1936	16.9
1937	14.3
1938	19
1939	17.2

المصدر: جانبييل أرنولد ، تحليل الأزمات الاقتصادية للامس واليوم ، (ترجمة : محمد الأمير شمس الدين) ، المؤسسة

الجامعية للدراسات ، بيروت ، الطبعة 01 ، سنة 1412 هـ / 1992 م ، ص 46.

يتضح من خلال الجدول أن البطالة بلغت قمتها سنة 1933 ثم بدأت في الانخفاض التدريجي حتى سنة 1937 وعادت لارتفاع في سنة 1938 وانخفضت سنة 1939 لكنها بقيت طوال هذه المدة بمعدلات مرتفعة بسنة 1929 مما كان له الأثر السلبي على حياة معظم الأمريكيين.

تميزت أزمة 1929 كذلك بالآثار التالية:

- انخفاض التجارة العالمية ما بين النصف والثلاثين كما انخفض متوسط الدخل الفردي وعائدات الضرائب والأسعار والأرباح، وأكثر المتأثرين بالأزمة هي المدن وخاصة المعتمدة على الصناعات الثقيلة كما توقفت أعمال البناء تقريبا في معظم الدول كما تأثر المزارعون بهبوط أسعار المحاصيل بحوالي 60% من قيمتها وقد أدى انخفاض الأسعار إلى إفلاس المنشآت والبنوك وانحيار المنظومة المالية الوسيطة التي تمول الاستثمار.

- امتازت هذه الأزمة بالعمق والحدة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة مثلا انخفضت الودائع لدى البنوك بحوالي (33%) ونتيجة لإفلاس العديد من المؤسسات المالية أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات الأفراد، ونتيجة لهذه التطورات سببت هذه الأزمة بشكل مباشر انحيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بنسبة 66% في أسواق الأوراق المالية في ألمانيا و 90% في بورصة wall street .

- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة خلال فترة الأزمة، حيث انخفض المعدل من 5.5% إلى 31% في بنك إنجلترا عام 1929م، ومن 5.2% إلى 2.6% في البنك الاحتياطي الفدرالي. ففي بداية الأزمة كان الارتفاع في أسعار الفوائد ناتجا عن تزايد الطلب على النقود لسداد القروض ولكن باستمرار الأزمة انخفض الطلب على القروض بشكل كبير بسبب الانخفاض في الإنتاج الصناعي، وفي حجم المبادلات وكذلك فإن انخفاض أسعار الفائدة كان راجعا إلى زيادة عرض رؤوس الأموال.

- اختلاف طول الأزمة ودرجة حدتها من بلد لآخر بشكل كبير، ففي عام 1929م انهارت أسعار الأوراق المالية في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية، وفي نفس الوقت بدأ الانخفاض في القوة الشرائية لعملات الدول الزراعية بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية مما أدى إلى ظهور عجز في موازين مدفوعات هذه الدول، وانتقلت الأزمة عام 1931 إلى دول أوروبا الغربية بداية بإنجلترا وفرنسا وألمانيا.

- ترافقت الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انحيار نظام قاعدة الذهب لمعظم الدول، وبنفس الوقت تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية.

- نتج عن أزمة الائتمان الدولي طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها من بينها ألمانيا والنمسا.

### ➤ علاج الأزمة:

أدت الأزمة إلى سقوط الرئيس الأمريكي Herbert Hoover الذي تولى السلطة سنة 1929 وهي السنة الذي حدث فيه الأزمة وجرى انتخاب الرئيس الجديد Franklin Roosevelt الذي أعلن برنامجه للقضاء على الكساد والذي اسماه باسم العهد الجديد The New Deal واستطاع أن يحشد أكبر دعم له وكانت الخطة عبارة عن نوع من الإصلاح



الاجتماعي والاقتصادي وبتدخل مباشر من قبل الدولة و هنا اتحارت مبادئ المدرسة الكلاسيكية التي كانت تنادي بعدم تدخل الدولة في الاقتصاد، ونص البرنامج على وضع حلول للأزمة المصرفية سنة 1933 وإعادة فتح البنوك واصدار قوانين عامي 1933 و 1935 التي تمنع البنوك من التعامل بالأسهم والسندات. وكذلك إنشاء مؤسسات لرعاية ضحايا الأزمة من العاطلين فضلا عن اصدار قوانين بلغ عددها أكثر من 70 قانون أهمها قانون الإصلاح الصناعي سنة 1933 الذي ينص على تكوين الدارة القومية لإعادة إعمار الصناعة عن طريق فرض رقابة مشددة من قبل الدولة على الإنتاج الصناعي والتجارة وتنظيم العلاقة المتبادلة بين العمال وأرباب العمل، أما بالنسبة للقطاع الزراعي فتمثلت سياسة العهد الجديد بإعادة تطوير الإنتاج الزراعي وتقديم المنح للمزارعين وغيرها من الأمور التي تستهدف تحقيق الاستقرار في قطاع الزراعة، وتصحيح استخدام الأوراق المالية من خلال انشاء لجنة تبادل الأوراق المالية سنة 1934.

اقتضى البدء بمعالجة الأزمة توفر السيولة المالية لتحريك السوق ولتأمين السيولة لذلك وجب سحب الودائع الأمريكية من البنوك العالمية وخصوصا الأوروبية ، وهذا الإجراء أسهم في انفراج الأوضاع الاقتصادية الأمريكية إلى حد ما ولكنه أسهم في تدويل الأزمة فانقلبت إلى سائر الدول الرأسمالية في العالم وخصوصا بريطانيا وفرنسا وألمانيا وتبنى الرئيس الأمريكي سياسة اقتصادية جديدة تقوم على الدخول في مشاريع كبرى بهدف تشغيل أكبر عدد ممكن من العمال لحل مشكلة البطالة وتم لأجل ذلك إنشاء مكاتب التوظيف والتوسع في المشاريع الإنمائية والاجتماعية ما أثار دهشة المحللين والمراقبين هو السرعة التي نفذت فيها خطة روزفلت والتي عادة تستغرق أجيالا لتطبيقها.

أول خطوات الإصلاح الاقتصادي توجهت نحو العاطلين عن العمل من خلال تشريع أصدره الكونغرس عرف باسم Civilian Conservation Corps (CCC) والذي تضمن إيصال المساعدة للشباب العاطلين عن العمل الذين تقع أعمارهم بين 18 و 25 سنة ، من خلال انخراطهم في مخيمات تشبه المخيمات العسكرية إلى حد بعيد مقابل 30 دولار للشهر الواحد للمشاركة في الأنشطة والمشاريع الاجتماعية كغرس الأشجار وإزالة التلوث وحفر الآبار وإصلاح الطرقات والمشاركة في استخراج الفحم وغير ذلك من الأنشطة الاجتماعية حوالي 2 مليون شاب انضموا لهذا البرنامج وقد أسهم برنامج روزفلت بانخفاض نسبة البطالة إلى النصف.

وفي عام 1933 بعث الاقتصادي كينز برسالة إلى الرئيس الأمريكي روزفلت عبر مقالة نشرها في صحيفة نيويورك تايمز قال فيها "أعلق أشد الاهتمام على زيادة القدرة الشرائية للأمة عن طريق الانفاق الحكومي الممول بالقروض" مما يعني أن كينز اعتبر أن هناك نقصا في الطلب وأكد أن لدى "الرأسمالية طبيعتها ميلا كامنا لإحداث الاختلالات الدورية ونوبات الركود المزمعة بدلا من النمو والتوازن".

2. أزمة وول ستريت (الاثنين الأسود) 1987 وتحليلها:

خلال المدة من 14 إلى 18 أكتوبر 1987 انخفضت معظم المؤشرات الرئيسية في الأسواق المالية في الـ 30% أو أكثر، وفي يوم الاثنين الموافق 19 أكتوبر من عام 1987 والذي أصبح يعرف فيما بعد بالـثلاثين الأسود فقد حدثت واحدة من أكبر الأزمات التي أصابت أسواق البورصات العالمية وحدثت في بورصة وول ستريت الأمريكية ، إذ انخفض مؤشر داو جونز الصناعي والذي يقيس تطور أكبر 30 شركة أمريكية بـ 508 نقاط ليفقد 22.6% من قيمته أما مؤشر S&P500 فقد خسر 20.4% منخفضاً من 282.7 نقطة 225.06 نقطة وكانت هذه أكبر الخسائر في البورصة خلال يوم واحد ذلك نتيجة حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل وأيضا في أسواق العقود المستقبلية وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل. فعندما فتحت بورصة نيويورك أبوابها للتعامل في تمام الساعة العاشرة بتوقيت نيويورك تدافع المتعاملون من كل مكان لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي بحوزتهم بصورة هستيرية لم يسبق لها مثيل. أما رد فعل السوقين ، السوق الحاضرة وسوق العقود المستقبلية فقد اختلف باختلاف أنظمة العمل في كل منهما. ففي السوق الحاضرة وعلى الأخص في بورصة نيويورك سار العمل على أساس إمكان قيام المتخصص بتأجيل الافتتاح للسهم الذي يتعامل فيه وذلك متى أدرك أن هناك خلافا واضحا بين أوامر البيع وأوامر الشراء المتجمعة في الليلة السابقة. وإن إمكاناته قاصرة على مواجهته بمعنى أنه لا يمكنه إزالة الخلل بتنفيذ الصفقات لحسابه الخاص.

أما في يوم الاثنين الأسود فقد كان الوضع مختلفا عن ذلك ، فالخلل في التوازن أضحى واضحا فضلا عن أنه أصاب الأسهم كافة ، فقد كان كبيرا لدرجة أن المتخصصين فشلوا في مواجهته من خلال السماسرة ، أو من خلال تجار الصفقات الكبيرة. وعليه فإنه حتى بعد مضي ساعة كاملة منذ دق أجراس الافتتاح لم يبدأ التعامل على حوالي ثلث الأسهم التي تكون منها مؤشر داو جونز نتيجة الخلل الشديد في التوازن. وهذا كان مكمنا لخطورة على أساس أن أسهم هذا المؤشر هي لمجموعة من أعرق وأكبر المؤسسات في الـ 30. هذا الأمر كان عن السوق الحاضرة أما ما كان عن سوق العقود المستقبلية فعلى وفق أنظمة هذه السوق تعكس الأسعار بسرعة فائقة المعلومات المتاحة، فعندما يتضح أن هناك خلافا بين أوامر البيع وأوامر الشراء المتجمعة في الليلة السابقة تتغير الأسعار مباشرة في اليوم التالي إلى السعر الذي يمكن أن تبرم به الصفقات وهذا ما حدث فعلا في يوم الاثنين الأسود في سوق العقود المستقبلية إذ انخفضت الأسعار فورا في ذلك السوق في محاولة لاستيعاب الخلل. وامتد أثر هذه الأزمة إلى باقي الأسواق المالية العالمية إذ سجلت بورصة نيويورك انخفاضا قدره 800 بليون دولار وبنسبة 26% وسجلت بورصة لندن انخفاضا بنسبة 22% وبورصة طوكيو بنسبة 17% وبورصة فرانكفورت سجلت انخفاضا بنسبة 15% وأمستردام بنسبة 12%.

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره، ص 101.

أ. أسباب أزمة 1987: بالعودة إلى السنوات التي سبقت الأزمة نجد أن الخمس سنوات التي سبقت الأزمة كانت سنوات ازدهار وانتعاش كبير لأسواق المال العالمية إذ ارتفع مؤشر داو جونز من 776 نقطة في أوت سنة 1982 إلى 2722.42 في أوت 1987، وخلال الأشهر التي سبقت الأزمة كان الوضع الاقتصادي الكلي في الو.م.أ غير مستقر، وفيما يلي ملامح عدم الاستقرار<sup>1</sup>:

- ارتفاع أسعار الأسهم بمعدلات كبيرة وذلك في السوق الأمريكية ابتداء من شهر ماي 1982 وبمستويات عالية جدا بسبب إقبال المستثمرون على شراء الأوراق المالية حيث كان الطلب على هذه الأوراق كبير جدا بالرغم من استمرار ارتفاع أسعارها كما انضم الكثير من المدخرين وانتقلهم من الاستثمارات الحقيقية للاستثمارات المالية بغرض المضاربة وتحقيق أرباح رأسمالية إضافة إلى التوزيعات النقدية وقد عم ارتفاع الأسعار في كل الأسواق المالية الرئيسية بداية بأمريكا ونهاية ببورصة اليابان مروراً ببورصة لندن.

- رفع أسعار الفائدة: إن استمرار العجز في الموازنة الاتحادية الأمريكية أدى إلى عدم استقرار واضح في أسعار الفائدة وقلق حول الاتجاهات التي ستأخذها معدلات الفائدة، الأمر الذي اضطر البنك الاحتياطي الفيدرالي إلى القيام برفع أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل من 8.25% إلى 9.75% كخطوة رئيسية لبيع الإصدارات الجديدة من سندات الخزينة لتحويل العجز في موازنتها وهذا ما أعلن بداية حرب أسعار الفائدة دولياً وتلى ذلك أن أقدمت كل من اليابان والدول الأوروبية على رفع أسعار فوائدها على الودائع والسندات لمنع هجرة رؤوس الأموال، الأمر الذي دفع المستثمرين في شهادات الإيداع طلباً للعائد المرتفع وللأمان مما سبب انخفاض الطلب على الأسهم والهبوط الشديد في أسعارها.

- انخفاض سعر الدولار الأمريكي منذ 1985 بنسب عالية ومتفاوتة مقابل العملات الرئيسية.

- استمرار العجز في الموازنة الأمريكية وهذا ما دعا الحكومة الأمريكية إلى العمل على تبني اقتراحات بتخفيض العجز ب 23 مليار دولار وذلك بزيادة الضرائب وتقليص النفقات.

- من المفترض عند هبوط سعر صرف الدولار الأمريكي أن يخفف العجز في الميزان التجاري إلا ما حدث كان عكس ذلك حيث بلغ العجز حوالي 114 مليار دولار سنة 1987 مقابل 109 مليار دولار سنة 1986.

- اعتماد الأسواق المالية الدولية على الكمبيوتر في الدول المتقدمة حيث أن هناك برامج تغطي مؤشر إنذار مبكر بمجرد نزول السعر إلى حد معين فيقوم الكمبيوتر بإصدار أوامر البيع، كما أن التغيرات الأخيرة في أسعار العملات وانخفاض أسعار الأسهم الأمريكية في إعقاب الإعلان عن العجز في الميزان التجاري ونتيجة لتفاعل هذه النتائج على تجاوب أجهزة الكمبيوتر

<sup>1</sup> : مروان عطون - الأسواق النقدية والمالية (الجزء 02) ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر - الطبعة 03 - سنة 2005 - ص ص : 200-223.

مع المؤشرات الاقتصادية والمالية الرئيسية ، فقد حدث عرض كبير للأسهم أدى إلى زيادة العرض على الطلب مما خلف حالة من الفوضى أدى إلى مزيد من الانهيار.

ب. **علاج أزمة 1987:** تقلص تأثير الأزمة بشكل نسبي في اليوم التالي مباشرة أي في يوم الثلاثاء 20 أكتوبر وبدأت الأسعار بالارتفاع مع قرب إقفال السوق مما مكن المستثمرين من استرجاع جزء من ثرواتهم ، فقبل افتتاح الأسواق المالية أطلق البنك المركزي الأمريكي تصريحاً أوضح فيه تحمله لمسؤولياته كافة كبنك مركزي للأمة الأمريكية واستعداده لتوفير السيولة اللازمة لعودة الاستقرار للنظام الاقتصادي والمالي وقد أسهم هذا التصريح بشكل كبير في عودة التعاملات إلى الأسواق المالية بنوع من الهدوء النسبي واتخذت العديد من الدول ومنها الو.م.أ العديد من الإجراءات لتخفيف حدة الأزمة من خلال تدخل السلطات النقدية.

ويمكن إجمال أهم أشكال تدخل السلطات النقدية في الدول التي عانت من الأزمة كمايلي<sup>1</sup>:

- إيقاف التعامل في بعض البورصات مؤقتاً.
- استخدام أسعار الفائدة لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية.
- لجوء بعض الدول كاليابان وألمانيا إلى شراء مبالغ ضخمة من الدولارات بعملائها للحد من انخفاض قيمة الدولار.
- وضع قيود وضوابط جديدة لتنظيم عمليات البورصة والحد من اشتداد المضاربات.
- مطالبة الدول الأوروبية واليابان للو.م.أ باتخاذ إجراءات عاجلة وفعالة لمعالجة أوضاعها المالية وخاصة انخفاض قيمة الدولار.
- لجوء بعض الحكومات إلى إجراء تحقيقات حول بعض المضاربات المشبوهة في البورصات.
- قيام الحكومة الأمريكية بالضغط على ألمانيا كي تجري تخفيضات في أسعار فائدتها بهدف إيقاف تدهور الدولار أمام المارك.
- تدخل الحكومات مباشرة في عمليات البيع والشراء بهدف إعادة الاستقرار تدريجياً على الأسواق المالية.

### 3. أزمة 1989 وتحليلها:

بعد مرور سنتين جاءت أزمة 13 أكتوبر 1989 إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن ارتفاع أسعار الجملة والتجزئة في شهر سبتمبر 1989 بنسبة 9% و5% على التوالي مع امتناع البنوك المركزية الأمريكية (بنوك الاحتياط الفدرالية) عن تخفيض أسعار الفائدة حيث فقد مؤشر داوجونز حوالي 190 نقطة حيث اقل عند مستوى 2569.3 نقطة أي انخفض بمقدار 7% عن اليوم السابق. وفي طوكيو فقد مؤشر نيكاي حوالي 647 نقطة أي 1.8% وفي لندن أضع مؤشر فايننشال تايمز حوالي 142 نقطة أي بحدود 6.4% وفي باريس فقد مؤشر كاك أكثر من 7% فالقلق والتشاؤم الذي أشاعته في نفوس المستثمرين يعود بالدرجة الأولى إلى الخوف من تفاقم الأمور واشتداد الأزمة كما حصل في أكتوبر 1987.

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص 110.

مع كل هذا فآزمة أكتوبر 1989 لم تكن كمثيلتها لأسباب كثيرة أهمها<sup>1</sup>:

- تحسن الظروف الاقتصادية
  - نظرا لارتفاع عوائد الأسهم (بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات وبالتالي تحسن أرباحها) فإن أصحاب الأسهم لم تكن دوافعهم قوية للتخلي عنها بطرحها للبيع لهذا كانت زيادة عرض الأسهم للبيع ضعيفة نسبيا وبعيدة عن أحداث تدهور في الأسعار.
  - ضعف حجم ونطاق العمليات الخاصة ببيع الأوراق المالية لأنها تقتصر على المستثمرين الصغار دون تدخل الشركات الكبيرة وبالتالي عدم تسببها في التأثير على الأسعار بشكل كبير.
  - عدم ظهور وانتشار التوقعات حول إمكانية ارتفاع أسعار الفائدة.
  - إن إسراع المستثمرين (في أكتوبر 1987) لبيع أسهمهم قبل حدوث انخفاضات أخرى في الأسعار كان يتسبب فعلا في تسارع انخفاض الأسعار وإلحاق خسائر كبيرة بالبايعين أما في أكتوبر 1989 فقد فضل الكثير من المستثمرين التريث وعدم الإسراع بالبيع ، وهذا ما ساعد على تهدئة الأسواق والحد من انخفاض الأسعار ومن ثم تجنب اشتداد الأزمة.
  - في بداية أزمة أكتوبر 1987 اتسم موقف الحكومات باللامبالاة مما كان له أكبر الأثر في تفاقم الأزمة، لكن في أكتوبر 1989 اختلف الأمر فقد سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة بمبلغ كبير جدا من السيولة لمواجهة عمليات البيع التي قد تتزايد في بداية الأسبوع التالي وهذا ما ساعد على عودة الأسواق المالية تدريجيا إلى نشاطها العادي.
4. أزمة الاقتصاد المكسيكي 1994-1996 وتحليلها: في نهاية عقد السبعينات من القرن العشرين دخل الاقتصاد المكسيكي فترة ازدهار اقتصادي نشط نتيجة للاكتشافات النفطية الجديدة، وارتفاع أسعار النفط خصوصا في عام 1979 فضلا عن حصوله على قروض مصرفية ضخمة من بنوك أجنبية إلا أن هذه الحال لم تستمر طويلا إذ أن ارتفاع خدمة الدين الأجنبي وضخامة القروض أدت إلى إعلان المكسيك في عام 1982 عدم قدرتها على الوفاء بالدين وتلتها في ذلك العديد من الدول وهو ما تسبب في أزمة عالمية سميت بأزمة الدين العالمي.

أ. أسباب الأزمة المكسيكية: تتمثل أسباب أزمة الاقتصاد المكسيكي فيما يلي<sup>2</sup>:

- تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك في أعقاب تنفيذها لبرنامج الإصلاح الاقتصادي سنة 1989 أدى إلى إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية والتدهور في المدخرات الخاصة وتقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية.
- ضعف الرقابة والشفافية في القطاع المالي والبنكي وهو أمر ضروري من أجل بناء الثقة لدى المستثمرين.

1 - مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية (الجزء 02)، مرجع سبق ذكره، ص225.

2 - ينظر: - محمد صالح الفريشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق ، عمان ، الطبعة 1، سنة 2008، ص 239.

- شذا جمال خطيب ، صغفوق الركيبي، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 45 - 46.

- المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو الأمر الذي أدى إلى ارتفاع كبير في الاستهلاك ومن ثم زيادة الواردات زيادة كبيرة لقيام المستوردين باستيراد السلع التي يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد ومن ناحية أخرى أدى إلى تفاقم المشكلات التي تخلفها المغالاة في تقييم العملة إلى زيادة الاعتقاد في أنها لن تحتفي دون إحداث تخفيض في قيمة العملة إلى زيادة الاعتقاد في أنها لن تحتفي دون إحداث تخفيض في قيمة العملة وأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى له.

- أن سلسلة الاضطرابات المالية والتقلبات في سعر الصرف التي مر بها الاقتصاد المكسيكي كانت نتيجة مباشرة لعوامل اقتصادية خارجية وعوامل سياسية داخلية ، حيث أدت العوامل الخارجية لانخفاضات متتالية في الاستثمارات غير المباشرة، وأسهمت العوامل الداخلية في إشاعة جو من الغموض الشديد على المستوى الاقتصادي ويضاف إلى العوامل الداخلية التساهل في السياسة النقدية خلال عام 1994 الذي أدى إلى توسع سريع في الائتمان الممنوح من البنك المركزي المكسيكي للبنوك ، وفي الائتمان الممنوح من البنوك التجارية وبنوك التنمية للقطاع الخاص ناهيك عن تعويم البيزو وقرار السلطات الحكومية في المكسيك بالتخلي عن التزاماتها بإدارة نظام سعر الصرف مما أدى إلى آثار سلبية شديدة على توقعات الأسواق المالية ، فقد هبطت قيمة البيزو في 31 جانفي 1995 حوالي 40% من قيمته في منتصف ديسمبر 1994.

- ارتكاز نظام الصرف المكسيكي على مبدأ تثبيت سعر الصرف جعل من الصعب جدا درء هجمات المضاربة وبخاصة عندما يكون النظام المالي ضعيفا كذلك الزيادات المطلوبة في سعر الفائدة من أجل دعم سعر الصرف لها تأثير سلبي على النظام المالي، بل وقد تسبب أزمة في هذا القطاع إذن مع وجود ركيزة صرف فإن المستثمرين يدركون أن الضمانة الضمنية لقابلية العملة للتحويل محدودة بتوافر الاحتياطات الدولية وقدرة البلد على الاقتراض، وعليه عندما تثور الشكوك حول استدامة ترتيبات سعر الصرف في بلد ما فإن هذا الأخير سيجذب بالدرجة الأولى التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل الساعية إلى المضاربة وهذا ما حدث فعلا في المكسيك.

- انخفاض معدل الادخار الخاص نتيجة سياسات التثبيت الاقتصادي إذ ارتفعت نسبة الاستهلاك الإجمالي إلى الناتج المحلي بمعدل 5.1% خلال الفترة 1990-1993 فضلا عن انخفاض الاستثمار في قطاع السلع القابلة للتصدير ، فبدلا من أن يتوجه القدر الأكبر من الاستثمار الأجنبي والمحلي إلى تلك القطاعات التي تحسن القدرة التنافسية الدولية كانت النسبة الأكبر من تلك الأموال قد مولت عمليات المضاربة ، صاحب ذلك استخدام المكسيك استثمارات الحافظة المالية المقدر ب 71.2 بليون دولار منذ سنة 1990 إلى 1994 لتمويل 72% من عجز ميزان المدفوعات.

وقد بدأت الأزمة المالية في المكسيك بحدوث عجز كبير في ميزان العمليات الجارية بميزان المدفوعات، توقفت معه المكسيك عن سداد الديون الخارجية مع حدوث زيادة سريعة في معدلات التوسع النقدي الذي أسهم في المضاربة على العملة المكسيكية وهروب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الخارج ، فقد انخفضت رؤوس الأموال المستثمرة في السوق المالية المكسيكية من 23 مليار

دولار عام 1993 إلى (-14) مليار دولار سنة 1995 التي انهارت بشدة مما استدعى تدخل سريع للإنقاذ من الو.م.أ. وصندوق النقد الدولي.

يتضح مما تقدم أن هناك عوامل داخلية وخارجية أسهمت في أزمة المكسيك 1994 أهمها فتح الاقتصاد على مصراعيه أمام راس المال العالمي المضارب، الذي أدى دوراً أساسياً في تدمير الاقتصاد المكسيكي الذي كان يتكون على الصعيد العملي من اقتصادين أحدهما حقيقي والآخر مالي امتصاصي إذ عمل الاقتصاد المالي المرتبط برأس المال العالمي على استنزاف قدرات الاقتصاد الحقيقي.

**جدول رقم 07 : تطور الكتلة النقدية ومعدل الفائدة قصير الأجل في المكسيك للفترة (1994-1997)**

السنة	1994	1995	1996	1997
تطور الكتلة النقدية (%)	20.9	22.0	30.0	38.8
معدل الفائدة قصير الأجل (%)	14.5	47.8	32.9	21.3

المصدر: شذا جمال خطيب ، صفاق الركبي، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلوي عمان ، الأردن الطبعة 1 ، 1429هـ/2008م ، ص 47.

يتضح من خلال هذا الجدول ان معدلات الفائدة قصير الأجل قد ارتفعت بشكل كبير إذ انتقل المعدل من 14.5% إلى 47.8% سنة 1995 بزيادة قدرها 33.3% هذا ما يؤكد أن الحكومة المكسيكية لجأت وبشكل كبير إلى القروض قصيرة الأجل كما تعكس أرقام الجدول المتعلقة بتطور الكتلة النقدية تساهل الحكومة المكسيكية في سياستها النقدية بدءاً من عام 1994.

ب. الآثار السلبية للأزمة المكسيكية: ترتب عن الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد المكسيكي ما بين سنتي 1994-1995 آثار سلبية سواء على المستوى المحلي من جهة و على المستوى الإقليمي والدولي من جهة أخرى<sup>1</sup>.

**1. الآثار في المستوى المحلي: تكمن أهم آثار الأزمة المكسيكية في المستوى المحلي فيما يلي:**

- تعرض الاقتصاد المكسيكي إلى حالة من الكساد أكثر بكثير من توقعات الحكومة التي انتهجت سياسة تقشفية تهدف إلى التخلص من عجز الموازنة والحد من التضخم والقيام بإصلاح اقتصادي شامل.
- أدى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية بشدة بعد انخفاض البيزو إلى ضغوط على صافي دخل البنوك من هوامش الفائدة في المدى القريب.

1 - شذا جمال خطيب ، صفاق الركبي، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 47 - 50.

- كان هناك قلق بشأن التصنيف الائتماني للبنوك المكسيكية في أعقاب انخفاض قيمة البيزو مما سيكون له انعكاسه الضار بالنظام المصرفي المكسيكي الذي يعاني من مشكلات حقيقية ، الأمر الذي سيترب عليه حالة من الفوضى في عمليات الإصلاح الهيكلي اللازمة للبنوك كي تكون قادرة على مواجهة آثار عملية التحرير والمنافسة المتزايدة.
- عانت بعض البنوك المكسيكية من حالة انخفاض جودة الأصول وتدني مستوى الاحتياطات مما اضطرها إلى اللجوء إلى تسهيلات من البنك المركزي للحصول على الأموال اللازمة لدفع الالتزامات بالعملية الصعبة.

2. الآثار على المستوى الإقليمي والدولي: فضلا عن الآثار المحلية للأزمة المكسيكية كانت هناك آثار إقليمية ودولية تتمثل في الاضطرابات التي تعرضت لها البورصات وأسواق المال في بلدان أمريكا اللاتينية ، وأيضا تدهور قيم مجموعة من العملات في الأسواق المالية بسنغافورة ، لندن، نيويورك وهذا بداية من 12 جانفي 1995 وذلك تزامنا مع موجة الشكوك حول قدرة المكسيك على خدمة ديونها وعلى مدى استعداد المجتمع لتقديم نوع من المساعدات ، وأهم العملات التي تعرضت للانخفاض الزلوتي البولندي، البات التايلندي، 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، ين ياباني)، وقد أدى هذا السلوك إلى انخفاض عملات الأسواق الناشئة بشكل يبدو متناسقا إذ مس عملات دول ليس بينها أي تنسيق اقتصادي مثلما هو الحال بالنسبة للمجر وأندونيسيا ليجد محافظو البنوك المركزية لدول جنوب شرق آسيا أنفسهم أمام قرار رفع أسعار الفائدة في بلدانهم طمعا في إغراء المستثمرين على الاحتفاظ بما لديهم من عملات هذه الدول واتبعت دول أخرى الإجراء نفسه وهي الأرجنتين وبولندا والبرازيل.

ولم يتوقف الأمر إلى هذا الحد فحسب بل شمل انخفاض الدولار الأمريكي، الأمر الذي نتج عنه قلق محافظ الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الشعور بالخطر مما دفع به للإعلان أمام مجلس الشيوخ الأمريكي أن هروب رؤوس الأموال على المستوى العالمي ولجئها إلى عملات أكثر جودة كالين الياباني، والمارك الألماني.

وقد أدت هذه الأزمة إلى دخول المكسيك في ركود اقتصادي عميق نتج عنه خسارة حوالي 2.5 مليون فرصة عمل في أقل من ستة أشهر وأعلنت حوالي 60 ألف شركة إفلاسها، كما تقلص الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 10% وارتفع معدل التضخم من 12% سنة 1992 إلى 35% سنة 1995 أدى بالحكومة إلى اتخاذ خطوات لإعادة هيكلة الاقتصاد.

ت. سبل مواجهة الأزمة المكسيكية: لقد اتخذت الو.م.أ وتحت ظل مشروعها الإصلاحية المستند إلى صندوق النقد الدولي من جهة والأوضاع الداخلية لها والمتمثلة بالآثار السلبية الناجمة عن الأزمة المكسيكية والمتمثلة بتدفق المهاجرين المكسيكيين لها من جهة ثانية فضلا عن الأضرار الكلية التي تترتب على انهيار اقتصاد قريب يمثل سوق لحركة رأس المال والسلع وما يتبعه من آثار اجتماعية تتعلق بالعمالة الأمريكية وعمليات تهريب المخدرات المرافقة لتدفق المهاجرين المكسيك. مما دعا الصندوق



لإجراءات عاجلة لإنقاذ الوضع الاقتصادي في المكسيك حيث احتوت على حركة كبيرة لرأس المال الأمريكي بلغت 53 مليار دولار توزعت على الشكل الآتي<sup>1</sup>:

20 مليار دولار أمريكي من الحكومة الأمريكية، 18 مليار دولار من صندوق النقد الدولي، 10 مليارات دولار من بنك التسويات الدولي، 4 مليارات دولار من البنوك التجارية الدولية، 5 مليار دولار من مبادلات عملة قصيرة الأجل من كل من كندا وأربعة بلدان من أمريكا اللاتينية.

لقد احتوت حزمة الإنقاذ على مجموعة من الشروط كان على الحكومة المكسيكية الالتزام بها وتتلخص في<sup>2</sup>:

1. قيام الحكومة المكسيكية برهن الإيرادات النفطية كافة وإيداعها كضمان لدى بنك الاحتياط الفدرالي ، وأن يوقع صك الرهن من قبل وزير المالية المكسيكي وشركة بيمكس النفطية.

2. رفع القيود عن تملك الأجانب في البنوك المكسيكية.

3. أن تقوم الحكومة بممارسة مزيد من الانفتاح الاقتصادي والخصخصة حتى تشمل مشاريع صناعة البتروكيماويات والغاز عن طريق بيعها لمستثمرين محليين على الفور بغض النظر عن مستويات أسعارها التي تضررت نتيجة الانهيار المالي.

وقد استخدمت الحكومة المكسيكية القروض من أجل توفير سيولة في النقد الأجنبي من أجل مساعدة البنوك على تسديد ديونها الخارجية فضلاً عن إجراءات وإصلاحات قانونية مثل مشاركة أسهم رؤوس أموال أجنبية في البنوك المكسيكية والتي أسهمت بشكل كبير في ارتفاع نصيب رأس المال الأجنبي في الجهاز المصرفي من 4% سنة 1994 إلى 82% سنة 2003 وتضمنت تلك الإجراءات رفع أسعار الوقود والكهرباء والغاز الطبيعي والسلع والخدمات الأخرى التي يقدمها القطاع العام لتعكس الأسعار الدولية ورفع قيمة الضرائب من 10% إلى 15% في مسعى من الحكومة لرفع الإيرادات الحكومية من جانب وتخفيض الإنفاق الحكومي من جانب آخر.

كما عملت الحكومة المكسيكية في اتجاهين لإسناد تعزيز سوق رأس المال وتحريره هما : الأول تعويم سعر صرف العملة المكسيكية (البيزو) ، والثاني هو المرتبط بملكية الأجانب للأصول المالية في الاقتصاد المكسيكي ، فبعد أن كان قانون الاستثمار لسنة 1973 وقانون سوق البورصة لسنة 1975 يحظر على الأجانب التعامل في السوق المالية المكسيكية، وفي عام 1993 وفي إطار الاتفاقيات المتعلقة بالانضمام إلى منظمة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (NAFTA) فقد استصدر قانون جديد للاستثمار ألغى القيود القانونية على ملكية الأجانب لهذه الأسهم ثم أجاز البرلمان المكسيكي تعديلات القانون المصرفي في ديسمبر 1998 ولقد أدى أحد تلك القوانين إلى وضع مبدأ حماية المدخرات المصرفية الذي يقوم بتأمين الودائع وبيع كل الأصول التي تراكمت في أثناء فترات الأخذ ببرامج الودائع ساعد على الانضباط والتنظيم الذاتي للسوق عن طريق البنوك.

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص 127

2 - نفس المرجع السابق ، ص 127.

هذا فضلا عن تطوير نظام الضمان الاجتماعي فلقد شهد سنة 1997 عملية إصلاح كبيرة في نظام الضمان الاجتماعي وبما يضمن تمويل الضمان الاجتماعي تمويلا كاملا من خلال مدخرات طويلة المدى لتمويل استثمارات طويلة المدى. ويقدم هذا النظام الجديد مزايا مهمة للمتقاعدين منها حد أدنى للمعاش يوازي الحد الأدنى للأجر يتم تعديله سنويا لتجنب التضخم. كما يسمح للعمال بتقديم إسهامات طوعية تضاف إلى حساباتهم الفردية، فهناك شروط جديدة تعطي العمال ذوي الدخل البسيطة حق دخول الأسواق المالية. لقد شارك حتى سنة 2000 حوالي 15.7 مليون عامل في هذا النظام الجديد. وقد بلغت مصادر الحسابات الفردية 5.1% من إجمالي الإنتاج المحلي في نهاية سنة 2000.

وقامت الحكومة بعمل إصلاحات هيكلية هدفت إلى بناء مؤسسات اقتصادية يمكن الاعتماد عليها وفي سبيل تحقيق ذلك قامت الحكومة بإدخال تحسينات داخل إطار السياسة الموضوعية من أجل تحرير الاقتصاد والتجارة الحرة، لقد كان الهدف هو تحويل المكسيك من اقتصاد مغلق كثير الضوابط تتدخل فيه الحكومة إلى حد كبير إلى اقتصاد حر تحكمه آليات السوق الحر. من أجل تخفيض الإنفاق العام وتطوير القطاع الخاص فقد اتبعت الحكومة المكسيكية برنامجا للخصخصة فبعد أن شاركت الحكومة المكسيكية في كل قطاع من قطاعات النشاط الاقتصادي في بداية الثمانينات وحتى حدوث الأزمة، فإن الإصلاحات الهيكلية التي أحدثتها الحكومة عملت على زيادة دور القطاع الخاص. ومن ثم من خلال برنامج الخصخصة بيع عدد كبير من الشركات التي تمتلكها الدولة ففي سنة 1982 كان هناك 1155 شركة عامة أما في سنة 2001 فعددها 247، كما اقترحت الحكومة على البرلمان بالسماح للقطاع الخاص بالاستثمار في توليد الكهرباء وتوزيعها والاتجار فيها على أن تحتفظ الحكومة بتحكمها في شبكة البث القومية وبعض النشاط الآخر مثل كهربية الريف ومصانع الطاقة النووية<sup>1</sup>.

### ث. ملامح الانتعاش:

- وقد آتت هذه الإصلاحات كلها إذ تشير بيانات المدة (1995-2000) إلى نتائج اقتصادية مشجعة تمثلت فيمايلي<sup>2</sup>:
- بلغ معدل نمو متوسط إجمالي الناتج المحلي الحقيقي 5% بين عامي 1996 و 2000 وهذا معدل يتخطى نظيره لدى الو.م.أ وكندا وهما الشركاء الرئيسيين للمكسيك.
  - انخفض متوسط معدل البطالة من 36 % سنة 1995 إلى 52 % سنة 1999 ونشير إلى أكثر معدلات البطالة انخفاضا مقارنة بهذا المعدل كان سنة 1985.
  - انخفض معدل التضخم السنوي بشكل هائل من 52% سنة 1995 إلى 12.3% سنة 1999 حيث يعد هذا أهم إنجاز بالنسبة للاقتصاد المكسيكي خلال هذه المدة.

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره، ص ص : 129-131.

2 - نفس المرجع السابق، ص 132.

- هذه النتائج الملموسة قد زادت من مصداقية المكسيك لدى المحللين والمستثمرين على حد سواء مما أدى إلى ارتفاع مقدار تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المكسيك من 36 مليار دولار خلال الفترة (1994-1996) إلى 82 مليار دولار خلال الفترة (1999-2001).
- عملت المكسيك على تدعيم قطاع الصادرات بعد أن أدركت أن أحد عوامل الأزمة كان اعتمادها على سلعة واحدة هي النفط وفي عام 2001 مثل النفط ما نسبته 6 إلى 7% من إجمالي صادرات المكسيك وأصبحت السلع المصنعة تمثل أكثر من 90% من صادرات المكسيك واحتلت بذلك الترتيب الثامن في قائمة الدول المصدرة في العالم.

### 5. الأزمة المالية الآسيوية 1997 وتحليلها:

كانت اقتصادات لشرق آسيا المتمثلة في هونغ كونغ، سنغافورة، كوريا الجنوبية، تايوان، في بداية عقد الستينات من القرن الماضي، من الاقتصادات المختلفة في العالم. فقد كان متوسط دخل الفرد فيها يعادل مثيله في غرب أفريقيا، وفي بداية عقد التسعينات ظلت دول غرب أفريقيا من بين أفقر الدول العالم، إذ يقل متوسط دخل الفرد في نيجيريا و سيراليون و تشاد عن 500 دولار في حين دخلت اقتصادات شرق آسيا مرتبة الاقتصادات عالية الدخل و هو ما دفع بعضهم الى أن يطلق عليها تسمية (النمور الآسيوية التقليدية) و قد اقتفت أثر هذه النمور مجموعة من بلدان جنوب شرق آسيا و الممثلة في تيلاندا و ماليزيا و إندونيسيا، التي حققت هي الأخرى تنمية اقتصادية سريعة مصحوبة بمعدلات نمو مرتفعة استحققت على أثرها تسمية (النمور الآسيوية الناشئة)،

حظيت تجربة التنمية في اقتصاديات النمور الآسيوية السبعة باهتمام بالغ نظرا لما حققته من أداء اقتصادي متميز و نهوض اجتماعي ، و على الرغم من الأداء الاقتصادي الكفاء للنمور الآسيوية و المتمثلة في : النمو السريع و التضخم المنخفض ، و معدلات الادخار المرتفعة، و الأداء الجيد للقطاعات التصديرية ، و استقرار الاقتصاد الكلي ، إلا أنها تعرضت إلى أزمة مالية حادة في منتصف عام 1997، قلل كثيرا من أدائها ، و عرض أوضاعها الاجتماعية و السياسية لتوترات شديدة إلى الحد الذي أدى إلى انهيار نظام الحكم في اندونيسيا.

بدأت الأزمة المالية الآسيوية كأزمة في سوق العملات و أزمة سيولة مؤقتة لكنها تحولت بعد ذلك إلى أزمة مالية و اقتصادية ذات أبعاد خطيرة، ومصدر قلق عالمي كبير، لما أدت إليه من انهيار كبير في أسعار صرف العملات الآسيوية و قيمة الأصول المالية، و للانتشار السريع لعدوها بين الاقتصاديات الآسيوية.

أ. أسباب الأزمة المالية الآسيوية و أبعادها: هناك تفسيرات متعددة اقتصادية و سياسية للعوامل التي أدت إلى الأزمة المالية التي عانت منها اقتصاديات شرق و جنوب شرق آسيا, غير أننا نستطيع أن نؤشر أهم مسببات تلك الأزمة بما يلي<sup>1</sup>:

### 1. نظام سعر الصرف الثابت

تركز سياسة التبادل الرسمية للعملات في الاقتصاديات النور الآسيوية , على أساس تثبيت أسعار العملات الآسيوية مقابل الدولار الأمريكي . و في هذا المجال تستخدم هونغ كونغ نظام السعر الثابت عن طريق تثبيت عملتها المحلية بالدولار الأمريكي , فيما تقوم الاقتصادات الآسيوية في شرق و جنوب شرق آسيا بتثبيت سعر صرف عملاتها بسلة من العملات , غير أن الوزن النسبي للدولار ضمن هذه السلة مرتفع جدا بحيث نستطيع القول أن هذه العملات مرتبطة ضمنا بالدولار الأمريكي , و على الرغم من أن سياسة تثبيت أسعار الصرف في الاقتصادات الآسيوية قد أدت إلى ضمان استقرار أسعار صرف عملاتها مع الدولار , إلا أنها عانت أيضا من تغير سعر صرف الدولار مع الين و العملات الأوروبية, و قد أدى هذا بالنتيجة إلى التأثير في قيمة العملات الآسيوية المرتبطة بالدولار, لاسيما أن قيمة الدولار قد تعرضت إلى الارتفاع بالمقارنة مع الين الياباني و العملات الأوروبية بعد منتصف عام 1995 إذ ارتفع سعر الصرف الدولار مقابل الين من 80 ينأ عام 1990 إلى 125 ينأ عام 1997 , و بلغت نسبة الارتفاع نحو 56% . و نتيجة لذلك ارتفعت قيمة العملات الآسيوية المرتبطة بالدولار, إذ ارتفع سعر الصرف العملة الماليزية (الرنكت) في منتصف عام 1997 بنسبة 19% , و العملة التايلاندية (البات) بنسبة 12% , و العملة الإندونيسية (الريية) بنسبة 8% , و الدولار السنغافوري بنسبة 18% , و دولار هونغ كونغ بنسبة 10% , و الدولار التايواني بنسبة 10% , و اليوان الكوري بنسبة 14% .

واجهت عملية المحافظة على أسعار الصرف الثابت للعملات الآسيوية صعوبات عديدة منها , ازدياد درجة انفتاح الاقتصادات الآسيوية أمام المال الأجنبي , و هذا ما استلزم مراقبة تدفقات رأس المال للمحافظة على استقرار صرف عملاتها , لأن هناك علاقة بين نظام سعر الصرف المتبع و بين درجة الانفتاح على الرأس المال الأجنبي , لقد أثر هذا التطور على تركيبة تدفقات رأس المال بالاتجاه الذي أفضى إلى استثمار تدفقات استثمار الحوافز المالية بنسبة كبيرة من مجموع التدفقات المتجه إلى اقتصاديات الآسيوية , مما أدى إلى ارتفاع أسعار الصرف العملات الآسيوية و مع اعتماد نظام الصرف الثابت فان الضمانة لقابلية العملة للتحويل محدودة بتوافر الاحتياطات الدولية و قدرة البلد على الاقتراض من الخارج, و عندما تظهر الشكوك حول استمرارية تثبيت التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل الساعية إلى المضاربة<sup>2</sup> و هذا ما حصل بالضبط للاقتصاديات الآسيوية في منتصف عام 1997, إذ لم تستطع الدفاع عن نظام الصرف الثابت لعملائها بسبب ضعف نظامها المالية و المضاربة, مما أدى

1 - شذا جمال خطيب، صغفق الركيبي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 47-48.

إلى تخفيض قيمة عملاتها, بعد أن فشلت تماما في الدفاع عن عملاتها بالسحب من الاحتياطات و رفع أسعار الفائدة, إذ انخفضت قيمة العملات الآسيوية قياسا إلى الدولار الأمريكي بنسبة 40%, في الربع الأخير من عام 1997, وأدى ذلك إلى انكماش اقتصادي و انخفاض أرباح العديد من الشركات مما أثر في سوق الأسهم التي انخفضت مقدرة الدولار في البورصات إندونيسيا و ماليزيا و سنغافورة و تيلاندا بنسب قدرها: 75%; 70%; 41%; 75% على التوالي.

## 2. التدفقات العكسية لرأس المال الأجنبي

جذبت الاقتصاديات الرأسمالية منذ عام 1990 تدفقات رأسمالية أجنبية كبيرة تضمنت أساسا قروضا قصيرة الأجل , و قد بلغت قيمة هذه التدفقات خلال المدة 1990\_1996 ما يزيد 5% من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الاقتصاديات فيما ارتفعت هذه النسبة في كل من تيلاندا و ماليزيا إلى 13% و 175% على التوالي.

أدت التدفقات الرأسمالية الكبيرة إلى الاقتصاديات الآسيوية, إلى ارتفاع كبير في حجم السيولة في القطاع المصرفي مما أدى إلى الإفراط في الإقراض و ضعف في إدارة المخاطر و ارتفاع كبير في أسعار الأسهم و السندات مما أدى إلى جذب المزيد من الموارد المالية, غير أن التخصص المحلي لهذه الموارد الأجنبية كان غير كفء بسبب ضعف النظم المصرفية التي كامن تفتقر إلى الكفاءة اللازمة للتوسط في تحويل الموارد المالية إلى القطاعات الإنتاجية , و نتيجة للانخفاض الكبير في قيمة العملات الآسيوية خلال الأزمة المالية في منتصف عام 1997, قام المستثمرون بتحويل أصولهم المحلية إلى الأجنبية , و هاجر رؤوس الأموال من أجل تجنب الخسارة المحتملة, فقد تدفق من كوريا الجنوبية و تيلاندا و ماليزيا و إندونيسيا نحو الخارج حوالي 21 مليار دولار في النصف الثاني من عام 1997 و هو يمثل 2% من قيمة النواتج المحلية الإجمالية لهذه البلدان قبل حدوث الأزمة لقد أدت هذه الحركة الواسعة و المفاجئة لرأس المال الأجنبي إلى انعكاسات سلبية على الاقتصادات الآسيوية تمثلت بما يلي :

1. انخفاض أسعار صرف العملات الآسيوية
2. تدهور أسعار الأصول المالية و العقارية
3. تدهور معدلات الربح
4. تزايد العجز في ميزان المدفوعات
5. فقدان ثقة المستثمرين الأجانب بالأسواق الآسيوية
6. استنزاف الاحتياطات الدولية
3. العجز المتزايد في موازين الحسابات الجارية

تنشأ الأزمة المالية من العجز المستديم و الكبير لميزان الحساب الجاري, الذي يؤثر بدوره في القيمة التعادلية للعملة في نظام الصرف الثابت و يعد الدفاع عن هذه القيمة الوظيفة الأساسية للبنك المركزي, الذي يبيع في هذه الحالة النقد الأجنبي للبنوك التجارية بالسعر المعلن, و عندما تتكرر عمليات البيع هذه تمهبط ثم تنفذ الاحتياطات الدولية من العملات الأجنبية, و هذا يفضي إلى الضغط المتزايد على القيمة التعادلية للعملة الوطنية و من ثم انهيارها , عندئذ يحصل التدفق العكسي لرؤوس الأموال باتجاه الخارج إذ يتم تحويل العملات المحلية إلى العملات الأجنبية . و هذا يقود إلى استنزاف الاحتياطات الرسمية و إفلاس البنوك مما يؤدي إلى التخلي عن التثبيت و اللجوء إلى التعويم و هذا ما حصل فعلا في شرق و جنوب شرق آسيا عندما حدثت الأزمة المالية عام 1997 في تايلاند ثم شملت كوريا الجنوبية و ماليزيا و إندونيسيا , إذ أن هذه الاقتصادات كانت تعاني من العجز في حساباتها خلال المدة 1996\_1990 إذ بلغ العجز كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1996 , في كوريا الجنوبية 4.9% , تايلاند 9.2% , ماليزيا 6% , إندونيسيا 3.4%.

ومع استمرار هذا العجز أدركت المؤسسات المالية الخاصة و المضاربون و الشركات الدولية , أن هذه الاقتصادات توشك على الوقوع في أزمة مالية, و لم يعد بوسع صادراتها توفير العملات الأجنبية الضرورية لتمويل وارداتها الضخمة و تسديد أقساط خدمة ديونها , لذلك سارعت المؤسسات و الشركات إلى تحويل ما لديها من أصول مالية و عملات الأجنبية, غير أن هذه الأزمة التي انطلقت من عجز الموازين الجارية في هذه الاقتصاديات , قد انتقلت إلى هونغ كونغ و سنغافورة و تايوان, إذ حققت هونغ كونغ عام 1996 فائضا في حسابها الجاري قدره 0.6% من الناتج المحلي الإجمالي, و سنغافورة 16.2% , فيما حققت تايوان فائضا قدره 7,8% خلال المدة 1996\_1986.

#### 4. مشكلة المديونية الخارجية

لم تعاني الاقتصاديات الآسيوية , من مشكلة الديون الخارجية , إلا في السنتين الأخيرتين السابقتين على اندلاع الأزمة المالية الآسيوية(1995\_1996). إذ زادت ديونها الخارجية بشكل كبير جدا , و لاسيما في القروض قصيرة الأجل التي تتسم بأن مدتها تقل عن سنة و ترتفع فيها أسعار الفائدة و لا توجد فيها فترة سماح ,

و تؤدي المديونية الخارجية الكبيرة إلى ارتفاع معدلات خدمة الديون (خدمة الدين \ الصادرات) أي نسبة ما تستقطعه مدفوعات الفوائد و الأقساط من إجمالي حصيلة صادرات البلد مما يفضي إلى إضعاف قدرة البلد على الاستيراد و زيادة الضغط على سعر الصرف العملة المحلية , و استنزاف الاحتياطات الدولية , و ترتبط مشكلة المديونية الخارجية في عدد من الاقتصادات الآسيوية بمجموعة من العوامل لعل أبرزها ما يلي :

1\_ الاستثمار المفرط في القطاعات غير الداخلة في التجارة مثل الأراضي و العقارات و في الصناعات ذات الطاقة الإنتاجية الفائضة بناء السفن في كوريا الجنوبية , فقد ارتفعت مساهمة قطاع البناء و التشييد في الناتج المحلي الإجمالي بين عامين 1991 و 1996 , من % 12.5 إلى % 14 في تايواندا و في إندونيسيا من % 9.5 إلى % 10.5 , و في ماليزيا نما قطاع التشييد بنحو % 14 خلال المدة 1993\_1997 . و نتيجة لذلك ارتفعت الأسعار و بالذات في قطاع العقارات مما أدى إلى جذب المزيد من الاستثمارات إلى هذا القطاع.

2\_ تراجع الصادرات الآسيوية منذ منتصف عقد التسعينات بسبب إقدام الصين على تخفيض سعر صرف عملتها بنسبة %55 في عام 1994 مما اكتسب صادراتها ميزة تنافسية على الصادرات الآسيوية الأخرى التي أبقت على ارتباط عملتها بالدولار و بسبب موجة الركود الاقتصادي العالمي و انخفاض الطلب العالمي على أشباه الموصلات و خصوصا في عام 1996 مما أثر سلبا في حجم الصادرات الآسيوية كما أدى استمرار ضعف الأداء الاقتصادي في اليابان الذي بقي في حالة من الركود خلال المدة 1990\_1995 مع زيادة الرسوم الجمركية التي فرضتها اليابان على السلع المستوردة و أفضى كل ذلك الى كبح الطلب على الصادرات الآسيوية إذ تدفق أكثر من %30 منها إلى اليابان خلال النصف الأول من عقد التسعينات, و في الوقت الذي سجلت فيه الصادرات الآسيوية أداء ضعيفا اتجهت الواردات إلى النمو بمعدلات كبيرة بعد تحرير قطاع التجارة الخارجية و خفض معدلات الرسوم الجمركية و بعد أن كان الميزان التجاري يحقق فائضا, أ أصبح يعاني عجزا و من ثم زيادة الميل نحو الاستدانة ارتفاع عبء خدمة الديون الخارجية\ الصادرات إلى نحو %15.4 في تايواندا و %30 في اندونيسيا في عام 1997 غير أنها تنخفض إلى % 8.6 و % 5.7 في كوريا الجنوبية و ماليزيا , و على الرغم من انخفاض معدل خدمة الدين\ الصادرات في اقتصادات الآسيوية (باستثناء اندونيسيا) بالمقارنة مع الدول النامية الأخرى التي يصل فيها هذا المعدل إلى %18.

و يلاحظ أن الجزء الأكبر من الديون قصيرة الأجل كانت تخص قطاع البنوك ففي كوريا الجنوبية مثلا كانت مطلوبات (ديون) البنوك الكورية تجاه البنوك الأجنبية تعادل 34.6 مليار دولار عام 1993, في حين كانت موجوداتها الأجنبية تعادل 3.7 مليار دولار و هذا يعني أن المطلوبات الصافية كانت بحدود 30.9 مليار دولار لكن الديون الصافية ارتفعت إلى 90.6 مليار دولار في عام 1997, أما الموجودات الأجنبية فقد ارتفعت إلى 33.5 مليار دولار و كنتيجة لذلك ارتفعت المطلوبات الصافية للبنوك الكورية من 30.9 مليار دولار في نهاية عام 1993 إلى 57.1 مليار دولار عام 1997 و ارتفعت أيضا المطلوبات الأجنبية الإجمالية للبنوك و الشركات في تايواندا و اندونيسيا و ماليزيا .

و على العموم فقد ارتفعت نسبة الديون قصيرة الأجل للقطاع الخاص إلى إجمالي الديون المستحقة للبنوك الأجنبية في نهاية عام 1996 إلى %67.5 في كوريا الجنوبية % 65 في تايواندا و %50 في ماليزيا و %62 في اندونيسيا.

و يمكن القول أن الزيادة في المطلوبات أو الديون قصيرة الأجل للبنوك قد أسهمت في انهيار العملات الآسيوية من خلال تمويلها لمشاريع غير المرعبة من جهة و رفض البنوك الأجنبية جدولة ديونهم قصيرة الأجل من جهة أخرى, مما أفضى إلى زيادة تحويل العملات المحلية إلى العملات الأجنبية لغرض تسديد هذه الديون.

## 5. ضعف القطاع المالي:

تعاني الاقتصادات الآسيوية من ضعف واضح في القطاع المصرفي و يمثل ذلك الضعف بالإسراف في معدلات الائتمان مع ضمانات هشة و عدم وجود معايير مناسبة في الإشراف و الرقابة و لم ترتق المؤسسات المالية بما يتناسب و تعقيدات حركة رؤوس الأموال و لم يكن تقييم المخاطر يخضع إلى المعايير الصارمة سواء تعلق الأمر بمنح الائتمان أم الاقتراض من الخارج.

لقد توسعت كثيرا ائتمانات القطاع الخاص خلال عقدي السبعينات و الثمانينات و في عام 1995 و صل معدل الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي في هونغ كونغ إلى %15.5, سنغافورة, %91 كوريا الجنوبية, %62 تايوان, %149 تايلاند %98, ماليزيا %85, اندونيسيا %53, و تعد هذه الزيادة في الائتمان المصرفي نتيجة عامة لتدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل إذ أن سهولة الحصول على القروض الخارجية, أدت إلى اتساع عمليات الإقراض و من ثم انتهت البنوك إلى تمويل مشاريع غير مربحة أدت إلى عدم القدرة على الوفاء بالديون في قطاعي البنوك و الشركات.

و مما يعكس ضعف القطاع المالي ارتفاع نسبة الديون إلى حقوق المساهمين فقد ارتفع في كوريا الجنوبية مثلا من %90 خلال عقد الستينات إلى %348 في منتصف الثمانينات ثم انخفض إلى %300 في عام 1994, إن ارتفاع هذه النسبة في الشركات الكورية الكبرى يعني أن تلك الشركات قد توسعت بشكل كبير بحيث أصبحت عاجزة عن تمويل أنشطتها من خلال مواردها الذاتية لذلك فضلت الاعتماد على الاقتراض من البنوك كبديل عن إصدار أسهم جديدة و ذلك حتى لا تفقد العائلات المالكة لهذه الشركات السيطرة على مقاليد الأمور.

و توسع البنوك في الاقتراض بضمانات هشة و بالانكشاف الكبير أمام القروض الأجنبية قصيرة الأجل وأدى ذلك كله إلى ارتفاع نسبة المخاطر التي تعرضت لها البنوك مما أفضى في النهاية إلى ظهور الديون المشكوك في تحصيلها إذ تقدر نسبة هذه الديون إلى إجمالي القروض الممنوحة من قبل البنوك بأكثر من 15 في كوريا الجنوبية و تايلاند و ماليزيا و اندونيسيا, و ظهور هذه الديون اضعف من قدرة هذه البنوك على تسديد قروضها مما أدى إلى إفلاس العديد منها.

## 6. عوامة رأس المال



اتجهت أسواق المال العالمية منذ عدة سنوات و بشكل محموم نحو التكامل و الاندماج فيما بينهما مما دفع بعضهم إلى القول بأن العالم من خلال ترابط أسواقه المالية و تأثير بعضها ببعض قد غدا بمثابة قرية مالية كونية أو سوق نقدي كوني واحد و مما لاشك فيه أن العولمة المالية تحقق فوائد جمة للدول الصناعية المتقدمة التي لها سمعة مالية راسخة و قطاع مالي خاضع لإشراف جيد و يتمتع برسملة قوية بيد أن العولمة كثيراً ما أدت إلى حدوث الأزمات المالية و منها الأزمة المالية الآسيوية لأنها تعرض للاقتصادات العولمة مالياً إلى مخاطر عديدة يمكن إبرازها فيما يلي :

- المخاطر الناجمة عن الاعتقادات المفاجئة لرأس المال: لقد اتضح من جراء الأزمة المالية الآسيوية أن المستثمرين العالميين قد يغيرون نظرهم للأسواق المالية النامية و يتحولون عنها بشكل مفاجئ دون أن يرتبط ذلك بعدم سلامة الاقتصاد الحقيقي أو العيني , و إنما بسبب توقعات اقتصادية , قد لا يوجد لها مبرر في الاقتصاد الحقيقي فخلال الأزمة المالية الآسيوية حصلت المضاربات ضد إحدى الشركات الماليزية على الرغم من أن نسبة أرباحها الموزعة على المساهمين فيها قد بلغت 20%.
- مخاطر تعرض البنوك للأزمات: أكدت الأزمات المعاصرة للبنوك الصلة الوثيقة بينها و بين العولمة المالية. فإلغاء القيود التي كانت مفروضة على القطاع المصرفي هيأ الفرصة للتخصيص السيئ للائتمان من خلال الإفراط في الإقراض من دون ضمانات حقيقية مما أدى إلى ارتفاع نسبة الديون المعدومة الأمر الذي عرض هذه البنوك لمخاطر الإعسار المالي .
- إن فتح أسواق المال أمام الاستثمارات الأجنبية في ظل ظاهرة العولمة ينطوي على أخطار جسمية, لأن عدم الاستقرار في بلد ما يمكن أن ينتشر بسرعة إلى بلدان أخرى نتيجة للترابط الوثيق بين الأسواق المالية.

## 7. المضاربة المالية

أدت عولمة الأسواق المالية وثبات أسعار صرف العملات الآسيوية و ارتفاع أسعار الفائدة المحلية وارتفاع حجم الديون الخارجية مع توافر ملائم من الاحتياطات الدولية لدى البنوك المركزية الى تهيئة بيئة مناسبة لهجمات المضاربين ففي الشهور أو السنوات القليلة التي سبقت الأزمة المالية الآسيوية حصل تدفق كبير لرؤوس الأموال الأجنبية القصيرة الأجل إلى داخل الاقتصادات الآسيوية. و كان هناك رواج كبير في سوق الأوراق المالية و سوق العقارات و زيادة كبيرة في الواردات. هذه العوامل شجعت الشركات على تمويل عملياتها من خلال الاقتراض بالعملة الأجنبية و إصدار أوراق مالية , كما شجع البنوك التجارية على الاقتراض بالعملة الأجنبية . وقد أدى هذا الزيادة الكبيرة في حجم الديون الخارجية في الوقت الذي تراجع فيه قطاع الصادرات الآسيوية, مما خلق أزمة في النقد الأجنبي. و توقع المستثمرين حدوث تخفيض في قيمة العملة الوطنية, مما دفعهم لبيع أوراقهم المالية تجنباً للخسارة المتوقعة و تحويل عائد البيع إلى العملات الأجنبية وهذا أفضى إلى الضغط الشديد على سوق الصرف

الأجنبي فانهارت أسعار العملات الآسيوية بمعدلات كبيرة، وان كثر بيع الأوراق المالية أسهم أيضا في تدهور أسعارها ، و أدى كل ذلك إلى حدوث تدفقات هائلة لرؤوس الأموال الأجنبية الخاصة نحو الخارج و بالذات عبر ما يسمى بصناديق الاستثمار التي تمتلك مئات المليارات من الدولارات لكي تقتضي فرص الربح السريع عبر عمليات المضاربة في الأسواق المالية الآسيوية و الخروج السريع منها، مما سبب نزفا هائلا للموارد نحو الخارج .

### 8. دور الولايات المتحدة الأمريكية:

لقد تمكنت اقتصادات النمر الآسيوية ، من تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي ، و إحداث تغيرات مهمة في هيكلها الاقتصادية، بالاتجاه الذي يفضي إلى زيادة حصتها النسبية في السوق العالمية . و ربما بات ذلك يشكل تهديدا للقوة الاقتصادية الغربية عامة و الأمريكية خاصة خلال الحقبة التي أعقبت الحرب الباردة.

إن ظهور الاقتصادات الآسيوية كقوة مؤثرة و سعيها لتأكد و جود قيم و مؤسسات و قواعد جديدة للنظام الدولي و محاولة إيجاد نمط آسيوي للرأسمالية، يتسم بدور أكبر للدولة في الاقتصاد الوطني و تنظيم عمل القطاع الخاص، و هذا يعني سعي الحكومات الآسيوية للتمتع بدور أكبر في إرساء القواعد و المؤسسات التي تحكم الشؤون الاقتصادية الدولية، الأمر الذي خلق نزاعا خفيا بين القيم التنموية الغربية و القيم الآسيوية ، فالنظام العالمي الجديد لفترة ما بعد الحرب الباردة ، بات يرى في التعاون بين الدولة و القطاع الخاص في النموذج الآسيوي خطرا عليه. لذلك فان تفكيك الروابط بين الدولة و القطاع الخاص أضحى أحد شروط النظام العالمي الجديد لذلك جاء الهجوم على دول النمر الآسيوية من أجل الحد من سيطرة الدولة على الاقتصاد و أن ترفع القيود على تدفقات رأس المال، ووضع حدود على عمليات النمو المرتفعة للاقتصادات الآسيوية.

لقد قررت الو.م.أ حسم النزاع لصالحها، عن طريق استغلال نواحي الضعف و القصور في الاقتصادات الآسيوية و إثبات عدم جدوى القيم الآسيوية لإدارة الاقتصاد و تأكيدها أن المؤسسات التي تهيم عليها الو م أ هي الأكثر ملائمة لإدارة الشؤون الاقتصادية العالمية لذلك كان عليها الولايات المتحدة دورا مؤثرا في الأمور المالية الآسيوية ، فشرعت في خلخلة قطاعها المالي الضعيف عن طريق المضاربة و تركيز الكم الأكبر من الاستثمارات على الحوافز المالية بدلا من القطاعات الإنتاجية و تحافتت الصناديق الأمريكية على شراء الدولار الأمريكي و إخراجها مما أفضى إلى انهيار العملات الآسيوية فقد بلغت الأموال الأمريكية المتدفقة من بورصة سيؤول ما قيمته 1792 مليون دولار عام 1997 .

ب. انعكاسات الأزمة المالية الآسيوية : ترتبت على الأزمة المالية الآسيوية , مجموعة من الانعكاسات و النتائج التي تأثرت بلدان الأزمة ذاتها لما أدت إليه من تدهور كبير في المؤشرات الاقتصادية و الاجتماعية على المستويين الإقليمي و الدولي يمكن التطرق إليها على النحو الآتي<sup>1</sup>:

### 1. الانعكاسات الداخلية للأزمة المالية الآسيوية:

تمخضت الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصادات الآسيوية في منتصف عام 1997, عن مجموعة من النتائج الاقتصادية و الاجتماعية , التي عانت منها تلك الاقتصادات التي يمكن إبرازها في الآتي:

#### - انخفاض مستوى الاستثمار

أدى التراجع الكبير في أسعار الأوراق المالية و العقارات و غيرها من الأصول إلى خسارة كبيرة في ثروات المواطنين كما أدى الانخفاض الكبير لأسعار صرف العملات الآسيوية إلى ضياع مدخراتهم و لم يؤد رفع أسعار الفائدة الحقيقية التي كانت تتراوح ما بين 7% و 8% قبل الأزمة في كل من كوريا الجنوبية و تايلاند إلى أكثر من 15% في نهاية عام 1997, إلى خلق الحافز على زيادة الادخار العائلي بسبب انهيار أسعار صرف العملات الآسيوية في مواجهة الدولار الأمريكي , و أفضى انهيار أسعار الأصول الناجم عن الأزمة المالية الآسيوية , إلى نقص كبير في حجم السيولة المتاحة لدى الجهاز المصرفي لأن نسبة مهمة من القروض المصرفية اتجهت نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية و العقارات و عندما انحارت أسعارها أصبحت هذه القروض من دون ضمانات حقيقية , و ارتفعت نسبة القروض المشكوك في تحصيلها فضلا عن ذلك فقد أدى التراجع الكبير في التدفقات الرأسمالية دورا مهما في تقليص عرض الائتمان و انكماش الاستثمار . و يتضح أثر الأزمة المالية الآسيوية في انخفاض مستوى الاستثمار من خلال مؤشر الاستثمار المحلي \ الناتج المحلي الإجمالي, الذي شهد تراجعا ملحوظا بعد الأزمة , ففي كوريا الجنوبية انخفض هذا المؤشر من 38% عام 1994 الى 20.9% عام 1998 و في تايلاند من 40% إلى 25.3% و في ماليزيا من 39% إلى 26.7% و في اندونيسيا من 29% إلى 14% .

#### - ازدياد الفقر

في جميع الأزمات الاقتصادية بما فيها الأزمة المالية الآسيوية , زاد معدل تفشي الفقر في بداية الأزمة ووصل في جميع الحالات إلى مستويات أعلى مما كانت عليه قبل الأزمة و تؤدي الأزمات إلى مستويات مرتفعة من الفقر العابر و لكنها يمكن أن تكون سببا للفقر المزمن بسبب التأثيرات السلبية للأزمات على الاستثمار في الغذاء و التعليم و الصحة أفضت الأزمة الآسيوية إلى تقليص

1 - صلاح الدين حسن السيسى - الأسواق المالية - مرجع سبق ذكره - ص ص : 271 - 275.

الناتج المحلي الإجمالي بعد التباطؤ المفاجئ في تدفقات الأموال إليها كما اضطرت الشركات إلى بيع أصولها بأسعار زهيدة و تحد من استثماراتها ومن ثم انكماش إنتاجها , و هذا يفسر التراجع الملحوظ في الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصادات الآسيوية في أثناء الأزمة, فقد انخفض الناتج الإجمالي (بالأسعار الجارية) بين عامي 1996 و 1997 في كوريا الجنوبية من 484.57 مليار دولار إلى 442.543 مليار دولار. وفي تيلاند من 181.422 مليار دولار إلى 153.909 مليار دولار و في ماليزيا من 99.170 مليار دولار إلى 79.884 مليار دولار و في اندونيسيا كم 227.397 مليار دولار إلى 214.593 مليار دولار. و انعكس تدني الناتج الإجمالي سلبا على متوسط الدخل الفرد الذي انخفض بين عامي 1996 و 1997 في كوريا الجنوبية من 10689 دولارا إلى 9677 دولارا و في تاييلاند من 3066 دولارا إلى 2576 دولارا و في ماليزيا من 4826 دولارا إلى 4665 دولارا وفي اندونيسيا من 1135 دولارا إلى 1055 دولارا .

لقد ارتفعت أسعار السلع الاستهلاكية في كوريا الجنوبية و اندونيسيا وتيلاند نتيجة للانخفاض الكبير في أسعار صرف العملات الآسيوية و الزيادات في التعريفات الجمركية والضرائب غير المباشرة و ارتفعت أسعار السلع الاستهلاكية في كوريا الجنوبية في عام 1998 بنسبة مئوية قدرها 8.2% و في اندونيسيا 80.6% و في تاييلاند 10% فيما ارتفعت أسعار الغذاء في اندونيسيا في عام 1998 بنسبة 35% و في تاييلاند بنسبة 7% .

ونتيجة للانخفاض في متوسط دخل الفرد و ارتفاع أسعار السلع الاستهلاكية فضلا عن التراجع الحاد في أسعار الصرف و انهيار القطاع المالي و تفاقم البطالة فقد أدى كل ذلك الى انخفاض ملموس في القوة الشرائية بلغت في عام 1997 في كوريا الجنوبية 10% و في تاييلاند 43% و في ماليزيا 34% و في اندونيسيا 82%.

لذلك أصبح الكثير من الناس فقراء ففي الوقت الذي انخفض فيه معدل الفقر في كوريا الجنوبية بنسبة 20% خلال المدة 1997\_1990 نجد أن نسبة الفقر ونتيجة للأزمة الآسيوية قد ارتفعت من 9% من إجمالي السكان عام 1997 إلى 19.2% عام 1998 و في تاييلاند ارتفعت نسبة الفقر من 11.4% عام 1996 إلى 12.9% عام 1998 في حين ارتفعت نسبة الفقر في اندونيسيا من 11.3% عام 1996 إلى 18.9% عام 1998 . و هكذا أدت الأزمة المالية الآسيوية إلى تفاقم أوضاع الفقراء و زادت من عدد الذين يعيشون تحت مستوى خط الفقر فخلق أوضاعا بعيدة عن استقرار أساسيات الاقتصاد الكلي .

#### - ارتفاع معدلات البطالة

اهتم الآسيويون كثيرا بتوفير الأمن الوظيفي للعاملين كافة, و هو ما يعبر عنه بالوظيفة مدى الحياة و لذلك حرصت الشركات و المؤسسات الآسيوية على تحقيق الاستخدام الكامل للقوى العاملة و هذا يوضح تدني معدلات البطالة فيها قبل الأزمة الآسيوية

غير أن هذه الأزمة أدت إلى رفع معدلات البطالة و على الوجه الآتي : في هونغ كونغ من 2.8% عام 1996 إلى 4.7% عام 1998, و في سنغافورة من 3% إلى 3.2% و في كوريا الجنوبية من 2% إلى 6.8% و في تيلاند من 1.1% إلى 3.4% و في ماليزيا من 2.5% إلى 3.2% و في اندونيسيا من 4% إلى 5.5% .

و يربط ارتفاع معدلات البطالة بالنقص الحاد في السيولة المتاحة لدى الجهاز المصرفي و بارتفاع تكاليف التشييد بسبب الانخفاض الحاد في أسعار صرف العملات الآسيوية و بقرار بعض الشركات بتقليص إنتاجها أو إعلان إفلاسها و بانخفاض الطلب الخارجي على السلع الالكترونية كانت النساء و الشباب و العمال غير الماهرين هم الأشد تأثرا بفقدان العمل في كوريا الجنوبية فقد ارتفعت البطالة بين النساء إلى ضعف معدلها بين الرجال . كما تضاف عدد العاطلين ممن تتراوح أعمارهم ما بين 15\_29 سنة خلال المدة 1997\_1998 بحيث وصل إلى 600 ألف شخص بعد أن كان 300 ألف شخص و زاد عدد العاطلين ثلاث مرات بالنسبة للعمال غير الماهرين إذ ارتفع من 7% عام 1997 إلى 5.4% عام 1998.

و أفضت البطالة المرتفعة إلى انخفاض متوسط الاستهلاك الحقيقي للفرد في الاقتصادات الآسيوية المتأثرة بالأزمة فمثلا انخفض مستوى الاستهلاك في اندونيسيا بحوالي 30% في الأسر المتأثرة بالبطالة مما ترتب عليه انعكاسات سياسية و اجتماعية تمثلت في المظاهرات من أجل الحصول على الخبز كما حدث في اندونيسيا , و مظاهرات طالبت بطرد الأجانب كما حدث في تايلاند و ماليزيا.

#### - إفلاس الشركات

مع انخفاض قيمة العملات الآسيوية و انهيار أسواق الأوراق المالية و ارتفاع أسعار الفائدة انتشرت ظاهرة الإفلاسات و لاسيما بين المشروعات الصغيرة أعلنت 435 شركة ماليزية إفلاسها ما بين تموز 1997 و مارس 1998 و قادت هذه الإفلاسات إلى خسارة كبيرة لأصحاب الشركات الصغيرة التي تحظ بأية ترتيبات إنقاذ مثلما حصل في حالة الشركات الكبيرة من جهة و إلى فقدان فرص العمل للعاملين فيها من جهة أخرى ,

و تنامت ظاهرة إفلاس الشركات الكورية فقد بلغ عدد الشركات المفلسة 17168 شركة في عام 1997 بمعدل نمو قدره 48% بالمقارنة مع عام 1996 من بينها ست شركات عملاقة و استتبع ذلك ارتفاع قيمة الديون المعدومة لدى البنوك التجارية المقرضة إلى نحو 32 مليار و تحققت على مستوى هذه البنوك خسارة بلغت 2 و 2 مليار دولار في عام 1997 و عانت صناعة الإسكان في كوريا كثيرا من جراء ارتفاع أسعار الفائدة و هبوط الاعتمادات فقد أفلس العديد من شركات الإسكان في كوريا في عام 1998 إن هبوط الطلب و المشكلة المالية التي تواجه صناعة الإسكان أدى إلى انخفاض حاد في عملية توفير مشروعات

سكنية جديدة إذ انخفض الإنتاج السنوي للإسكان من 600 ألف وحدة عام 1990 إلى 300 ألف عام 1998 و انخفض إنتاج الإسكان في عام 1998 بنسبة 30% مقارنة بعام 1997.

وتعرضت أيضا العديد من البنوك إلى الإفلاس نتيجة للإفراط في الإقراض و تراكم الديون المستحقة غير المدفوعة فقد انهار أحد بنوك استثمار الرائدة في هونغ كونغ و هو (بيرى غرين هولدنغز) كما أفلست العديد من البنوك في كوريا و تايلاند و ماليزيا و اندونيسيا ففي اندونيسيا توجد 10 بنوك فقط يمكن أن تجارب مع الحد الأدنى المطلوب لسلامة العمل المصرفي فيما زاد عدد البنوك التي أعلنت إفلاسها في اندونيسيا على 74 مصرفا.

## 2. الانعكاسات الخارجية للأزمة المالية الآسيوية

لم تؤدي الأزمة المالية الآسيوية إلى كساد اقتصادي عالمي مارسه صندوق عالمي, بسبب الدور الذي مارسه صندوق النقد الدولي في حماية المؤسسات المالية في الدول الصناعية من الإفلاسات و تم ذلك من خلال إقراضه لبعض بلدان الأزمة لتتمكن من تسديد ديونها لتلك المؤسسات من جهة و بسبب الحجم الكبير نسبيا لاقتصادات النور الآسيوية في الاقتصاد الدولي إذ لم تزد مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي العالمي و في إجمالي التجارة الخارجية في عام 1999 عن 4% و 10% على التوالي من جهة أخرى.

و تعد اليابان الدولة الأكثر تأثرا بالأزمة الآسيوية إذ عانت نحو 60% من الشركات اليابانية أو شركاتها الفرعية في آسيا من نتائج هذه الأزمة , سواء على صعيد تراجع العائد على الاستثمار أم تراجع الصادرات إذ أن 12% من صادرات اليابان نتيجة نحو بلدان الأزمة الرئيسية ( كوريا الجنوبية , و تايلاند و ماليزيا و اندونيسيا ) في حين تتجه 37% من صادراتها إلى الدول الآسيوية كافة أما الو.م. أ فكان تأثير الأزمة عليها أقل بكثير إذ أن نسبة صادراتها إلى تلك الدول الأربع لم تزد عن 4% و لا تتعدى 15% للدول الآسيوية كافة و بالنسبة للاتحاد الأوربي فهو الأقل عرضة للتأثير إذ أن نسبة صادراتها للدول الأربع لا تتجاوز 2% و لكل الدول الآسيوية 6%.

أدى تراجع معدلات النمو الاقتصادي في شرق و جنوب شرق آسيا نتيجة لهذه الأزمة إلى انخفاض معدلات الطلب الإجمالي على النفط في آسيا من 1 و 13 مليون برميل يوميا . و المعروف أن منطقة شرق جنوب شرق آسيا تمثل المصدر الأساسي للنمو السريع في الطلب العالمي على النفط خلال السنوات الأخيرة كما كانت المستورد الرئيسي للنفط العربي ففي عام 1997 بلغت واردات هذه المنطقة من الوطن العربي 10.9 مليون برميل يوميا و هو ما يعادل 88% من صافي واردات المنطقة في

ذلك العام و بالمثل يعتمد الوطن العربي على الأسواق الآسيوية لتسويق حوالي 60% من إجمالي الصادرات النفطية التي تصل إلى 18.2 برميل يوميا عام 1997.

و قد أسهمت الأزمة الآسيوية مع عوامل أخرى في الانخفاض الحاد في أسعار النفط عام 1998, و الذي كانت له تأثيرات سلبية في الدول النفطية و أثرت الأزمة الآسيوية أيضا في أسواق التصدير العربية خصوصا و أن منطقة شرق جنوب شرق آسيا كانت الأكثر ديناميكية في تطور وارداتها من الدول العربية إذ بلغ معدل نمو الصادرات العربية إلى أسواق هذه المنطقة نحو 4 و 17% سنويا خلال المدة 1993\_ 1997 و هي تعادل ثلاثة أضعاف معدل نمو الصادرات العربية نحو السوق الأوروبية.

و نتيجة للأزمة , انخفضت قيمة الصادرات العربية إلى منطقة شرق و جنوب شرق آسيا بنسبة 7.7 عام 1998 بالمقارنة مع عام 1997 و كان الانخفاض أكثر حدة في معدل نمو الواردات إذ وصل إلى 6.4% عام 1998 بالمقارنة مع 24.2% في عام 1997.

كان للأزمة الآسيوية آثار جانبية على البلدان النامية فقد أدت إلى تباطؤ تدفقات رؤوس الأموال إلى هذه البلدان منذ الربع الأخير من عام 1997 و انخفضت بصورة حادة أسعار الأسهم و السندات في أمريكا اللاتينية و ارتفعت أسعار الفائدة بمعدلات كبيرة و تم تقييد السياسة المالية بصفة عامة و عانت العديد من دول أمريكا اللاتينية من العجز في حساباتها الجارية بسبب التدهور في معدلات التبادل التجاري الذي أدى إلى انخفاض إيرادات التصدير و بسبب الانخفاض في الحسابات الجارية نحو 3 و 3% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1997 ارتفع إلى 4% عام 1998.

### ت. دروس الأزمة المالية الآسيوية

أبرزت الأزمة المالية الآسيوية , العديد من الدروس المهمة التي ينبغي أن تكون موضع عناية المهتمين بقضايا المال و التنمية لما ترتب عليها من نتائج اقتصادية و اجتماعية و سياسية , فقد أبرزت هذه الأزمة أن المسار الذي اتبعته اقتصادات النمرور الآسيوية حيث كشفت هذه الأزمة عدة دروس جديدة بالاهتمام يمكن إبرازها بما يلي<sup>1</sup> :

#### 1. ضرورة الحد من التدفقات الرأسمالية القصيرة الأجل

إن الحذر البالغ مطلوب عند الانفتاح على رأس المال الأجنبي قصير الأجل الذي يتخذ شكل قروض قصيرة الأجل و تدفقات مالية سريعة التقلب في أسواق الأسهم و السندات المحلية و هذا يسهل تسهيلها عند الطلب و من السهولة إخراجها من البلد لاسيما إذا كانت مؤسسات الأسواق المالية تعاني قدرا من القصور و من أجل الحد من التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل تبدو

<sup>1</sup> - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 158- 161.

الحاجة ماسة إلى فرض ضريبة على استثمارات الحوافز المالية أصعب من تحديد الدخل من الأنشطة الإنتاجية و ينبغي العمل أيضا على تحقيق التوازن في أسعار الفائدة على العملة قصيرة الأجل فعندما يكون سعر الفائدة على العملة المحلية أقل بكثير من سعر الفائدة على العملة الأجنبية تتدفق رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية نحو الخارج أما إذا حصل العكس و كان سعر الفائدة على العملة المحلية أعلى بكثير من سعر الفائدة على العملة نحو الداخل و يحصل هذا التفاوت الكبير في أسعار الفائدة في الدول التي تعتمد على نظام الصرف الثابت.

## 2. تجنب العجز المزمن في الموازين الخارجية

يؤدي استمرار عجز الموازين الخارجية لأي اقتصاد لمدة طويلة إلى إحداث أزمات مالية و اقتصادية لأن الدولة التي تعاني من العجز المستديم تجد نفسها مضطرة إلى الاستدانة على نحو مستمر مما يفضي إلى تراكم الديون الخارجية و عدم القدرة على تسديد أقساط خدمة الدين.

الدرس لمهم الذي ينبغي استيعابه, هو أن العجز الضخم في ميزان الحساب الجاري مؤشر خطير ولاسيما إذا كان تمويل هذا العجز يتم عن طريق التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل , لأن هذه التدفقات لا تمول العجز مباشرة لأنها تعود القطاع الخاص زمن تم فهو لا يستخدم لأغراض الميزانية إلا إذا استطاعت الدولة أن تفرض ضريبة عليه و هو صعب نسبيا كما أن شراء الأفراد للسندات الحكومية غالبا ما يصطدم بارتفاع أسعار الفائدة إن هذه التدفقات قصيرة الأجل غالبا ما تتحرك بمعزل عن عجز في ميزان الحساب الجاري مما يفقدها صفتها التنموية . و عندما لا تتجه هذه التدفقات نحو التنمية فإنها لا تسهم في خلق القدرة اللازمة لتسديد أقساط خدمة الدين . مما يفضي إلى نشوء مشكلة المديونية الخارجية . و عندما يعجز البلد من ربط التدفقات قصيرة الأجل بالعجز في الحساب الجاري فان هذا العجز سيستمر مما يؤدي في النهاية إلى ضعف العملة الوطنية و انهيارها و استفحال أزمة المديونية.

## 3. ضرورة تقوية القطاعات المالية و المصرفية

أظهرت الأزمة المالية الآسيوية الحاجة إلى و جود قطاع مالي من لمعالجة التغيرات المفاجئة في أسعار الأصول و تدفقات رؤوس الأموال و من الضروري تقوية الأنظمة المالية و المصرفية في البلدان النامية , عن طريق تعزيز الشفافية و الإفصاح من خلال تقديم المعلومات و البيانات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية و المتعاملين في السوق فضلا عن البيانات المتعلقة بحركة التداول و المؤشرات المالية الرئيسية و مؤشرات الأسعار و الفرص الاستثمارية المتاحة و التشريعات و القوانين المتعلقة بهذه الأسواق. إن تعزيز الشفافية و الإفصاح يستهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جهة و توفير تكافؤ الفرص للمتعاملين من



جهة أخرى فضلا عن ذلك ينبغي على البلدان النامية أن تشدد من رقابتها على النظام المصرفي و عدم الاكتفاء بتطبيق المعايير المعروفة مثل كفاية رأس المال و تصنيف الأصول طبقا للمخاطر بل يتطلب الأمر ابعده من ذلك من خلال إجراء تقييم شامل لنظام إدارة المخاطر في كل بنك.

#### 4. تقلب الأسواق المالية العالمية

يعد التقلب المالي سمة دائمة لأسواق المال العالمية و الأزمة المالية الآسيوية لا يمكن النظر إليها إلا ضمن هذا السياق فهي تمثل عرضا من أعراض الوهن العام في أسواق المال العالمية و الدراسات التي أجرتها (الاونكتاد) في عام 1998 توضح تزايد تواتر الأزمات المالية مع النمو في التدفقات الرأسمالية العالمية في حقبة التسعينات . كان من السمات الرئيسية للأزمة المالية الآسيوية حدوث تدفقات هائلة من رؤوس الأموال قصيرة الأجل أعقبتها عمليات خروج واسعة و مفاجئة لهذه التدفقات . فقد أدت الأزمة في تايلاند إلى تقلب بنسبة 26% في التدفقات قصيرة الأجل (من تدفقات إلى الداخل بنسبة 18% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1996 إلى تدفقات نحو الخارج بنسبة تزيد عن 85 من الناتج عام 1998). مما أدى إلى انعكاسات خطيرة على المؤسسات المالية و القطاعات الإنتاجية لذلك فالدرس المهم الذي يقتضي الإشارة هو أن البلد الذي يجر حساب رأس المال في ميزان المدفوعات دون استعداد مسبق و دون امتلاك رصيد ضخم من الاحتياطات الدولية مع قطاع مالي ضعيف نسبيا فانه يكون أكثر عرضة للأزمات في عالم تسوده الفوضى النقدية و التقلب المالي.

#### 5. هشاشة سياسات صندوق النقد الدولي

فشل FMI في التنبؤ بالأزمة المالية الآسيوية و بخطورة آثار العدوى التي نجمت عن اتساع الأزمة كما ظهر الفشل واضحا في إدارة هذه الأزمة بعد و قوعها تضمنت برامج صندوق النقد الدولي تقديم قروض كبيرة إلى بلدان الأزمة الآسيوية بلغت 58 مليار دولار لكوريا الجنوبية و 26 مليار دولار لإنдонيسيا و 17 مليار لتايلاند و لكنها لم تكن كبيرة قياسا للتدفقات الممكنة لرأس المال الخاص فضلا عن ذلك لم تكن جميع الأموال متوافرة خاصة في البداية لمواجهة ضغوط السوق العاجلة .

لم تفض سياسات FMI إلى حل الأزمة فالصندوق ينبغي من إدارة الأزمة , تحقيق مصالح الدائنين و هذا يمثل تناقضا صارخا للمبدأ الذي تقوم عليه الأسواق الحرة إذ يتحمل كل من المقرض و المقترض جزءا من المسؤولية جراء اتخاذ قراره أما سياسات الصندوق فتستهدف ضمان تسديد القروض التي يقدمها الصندوق و المضاربون العالميون من خلال إعادة إقراض الدول المدينة بما يكفي لتسديد القروض المترتبة عليها, و نتيجة لبرامج FMI أصبح بإمكان الأجانب أن يمتلكوا 50 من الشركات الكورية بدلا من 26 و هو الحد الأقصى السابق للملكية الأجانب إذ استطاع المستثمرون العالميون شراء الكثير من الأصول الكورية

بأسعار متدنية و أدت هذه البرامج إلى زيادة البطالة إلى جانب فرض المزيد من الضرائب و إعادة هيكلة الاقتصاد الكلي في بلدان الأزمة مما أدى إلى إفلاس العديد من الشركات الوطنية و المؤسسات المالية و صاحب برامج الصندوق انخفاض في مستوى معيشة المواطنين أسهمت في ظهور تطورات اجتماعية و سياسية خطيرة خاصة في اندونيسيا.

## 6. أزمة الاقتصاد الروسي 1998 وتحليلها:

لفهم حقيقة أزمة الاقتصاد الروسي علينا العودة إلى ما حدث في بداية عقد التسعينات من القرن العشرين عندما انهار الاتحاد السوفياتي السابق و تحول إلى مجموعة من الجمهوريات من بينها جمهورية روسيا الاتحادية و قد أدى ذلك إلى زعزعة النظام السياسي و الاقتصادي لهذه الجمهوريات التي مرت بمراحل تحول صعبة من النظام الاشتراكي إلى نظام السوق الحر و في روسيا الاتحادية و كان من أهم إجراءات التحول التي اتخذتها روسيا ما يلي<sup>1</sup> :

1. تحرير الأسعار من القيود

2. تخفيض الإنفاق الحكومي لتحقيق توازن في الميزانية

3. خصخصة المنشآت الحكومية

4. إزالة القيود على حرية التجارة الخارجية و على حرية انتقال رؤوس الأموال من روسيا و إليها .

وقد افترضت الحكومة أن تحرير الأسعار الذي أدى إلى ارتفاع كبير بدءاً من عام 1992 سيؤدي خلال الأجل القصير إلى ارتفاع الإنتاج على افتراض ارتفاع أسعار المنتجات سيؤدي إلى ارتفاع هامش الربح للمنتجين مما يقودهم إلى زيادة الإنتاج إلا أن هذا لم يحدث لأسباب عديدة أهمها أن الارتفاع الكبير في الأسعار قد أدى إلى انخفاض الدخل الحقيقية للغالبية العظمى من الناس مما أدى إلى انخفاض الطلب و بالتالي ارتفاع نسبة البطالة و الفقر فضلاً عن أن تخفيض الإنفاق الحكومي ووضع إجراءات صارمة على منح القروض قد أدى إلى نتائج سلبية على الإنتاج و العمالة.

كما أدى السماح بحرية انتقال رؤوس الأموال إلى هروب كميات كبيرة من تلك الأموال التي نزحت من روسيا خلال المدة

(1992\_1994) بحوالي (100) مليار دولار. في حين بلغ حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في روسيا و حجم

المساعدات الأجنبية في المدة نفسها (19.5) مليار دولار .

في 17 أوت 1998 أصدر البنك المركزي الروسي قراراً ب (تعويم) العملة الروسية (الروبل) و في الوقت نفسه أعلنت الحكومة

مهملة تسعين يوماً لتسديد القروض الأجنبية ابتداءً من هذا التاريخ و تشديد المراقبة على هجرة رؤوس الأموال إلى الخارج و

<sup>1</sup> - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 165 - 166.

قد أدى ذلك كله إلى حدوث زعر في أسواق المال الروسية نتج عنه تأجيل افتتاحها نصف ساعة تراجع بعدها سعر الصرف بنسبة 3.43% و شهدت موسكو تدافعا محموما لشراء الدولار.

بداية الأحداث جاءت عندما صدر بيان مشترك للحكومة و البنك المركزي أكد تخفيف الضوابط على الروبل و ذلك بتوسيع هامش معدلات صرفه مقابل الدولار الأمريكي و هو ما يعني تعويم الروبل. وجاء في البيان انه سيسمح لسعر الروبل بالتقلب ما بين ستة و تسعة و نصف للدولار حتى نهاية العام الحالي . و يذكر انه لم يكن يسمح للدولار قبل هذا القرار بالصعود أو الهبوط سوى بنسبة 15% تقريبا عن معدل 6.2 روبل مقابل الدولار.

#### أ. أسباب الأزمة المالية الروسية:

- ويرجع بعضهم أسباب الأزمة الروسية إلى تداعيات الأزمة المالية الآسيوية على السوق الروسية نتيجة لأسباب عدة منها<sup>1</sup>:
  1. انعكس تراجع النمو الاقتصادي في دول جنوب شرق آسيا على معظم بلدان العالم و منها روسيا الاتحادية , و أدى ذلك إلى انخفاض الطلب على النفط الذي يعد سلعة أساسية في الصادرات الروسية و قاد ذلك إلى انعكاسات سلبية على الاقتصاد الروسي
  2. أدى انهيار الأسواق المالية في آسيا إلى هروب رؤوس الأموال بحثا عن ملاذ امن و تدفق جزء منها إلى السوق الروسية و قد عملت نسبة كبيرة من رؤوس الأموال هذه في مجال المضاربات والتي عدت بين أكثر الاستثمارات ربحية في روسيا
  3. في الربع الأخير من سنة 1998 عرفت روسيا عجزا تجاريا جراء انخفاض أسعار النفط الذي يمثل الصادرات الرئيسية كما عرفت الواردات ارتفاعا بمقدار الثلث عما كانت عليه.
  4. قيام البنوك التجارية الروسية بالاقتراض من الخارج على نطاق واسع لجني الأرباح المرتفعة بالروبل من السندات الحكومية إلى أن ارتفع دينها الخارجي قصير الأجل الى أربعة أمثال احتياطات البنك المركزي من الصرف الأجنبي.
  5. تمثل الانهيار في الناتج المحلي الحقيقي و في أسعار السلع الاستهلاكية في عدد من جمهوريات الاتحاد السوفياتي السابق في آثار بالغة الخطورة على شعوب هذه الجمهوريات و على روسيا .
- في حين يرى بعض الاقتصاديين أن الأزمة الروسية حملت بذورها منذ بدء عملية الإصلاح و التحول الاقتصادي و ذلك لأسباب التالية<sup>2</sup>:

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص 167.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 168.

1. انتشار الفساد الإداري و المالي بصورة كبيرة جدا بعد انهيار الاتحاد السوفياتي السابق و بداية نشوء جمهورية روسيا الاتحادية و في عملية التحول و الإصلاح الاقتصادي فضلا عن اقتران الفساد بالجريمة المنظمة مما أدى إلى تخريب واسع للاقتصاد الروسي.
  2. تمكن قلة رجال الأعمال من إقامة امبراطوريات ضخمة على أنقاض الاتحاد السوفياتي السابق ومن الملاحظ أن الذين قاموا بشراء الشركات العامة وأصول الدولة كانوا أصلا من كبار المسؤولين في تلك الشركات.
  3. تجسدت الأزمة الاقتصادية بشكل كبير في انهيار العملة الروسية (الروبل) عام 1998 أمام الدولار و العملات الصعبة الأخرى نتيجة المضاربة الشديدة على تلك العملة و التي انفجرت نتيجة لرفض روسيا لطلب صندوق النقد الدولي و الولايات المتحدة بتخفيض قيمة الروبل مما أسهم بدفعه للتدهور السريع نتيجة عدم الثقة في أداء الاقتصاد الروسي و بسبب عجز الدولة عن الوفاء بالتزاماتها الخارجية.
- ب. نتائج الأزمة المالية الروسية:

ترتب عن الأزمة الاقتصادية الروسية نتائج عديدة أهمها<sup>1</sup> :

1. نتيجة إعادة هيكلة الديون الروسية من جانب واحد و نتيجة لتخفيض قيمة العملة فقد حدثت موجة من الصدمات في روابط أسواق رأس المال كما تكبد كثير من المستثمرين خسائر كبيرة.
2. انهيار أحد أكبر صناديق التحوط العالمية في شهر سبتمبر 1998 و هو عبارة عن صندوق خاص بإدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل .
3. خسرت روسيا احتياطات كبيرة نتيجة دفاع البنك المركزي عن سعر الصرف في وقت لا يمكن الدفاع عنه, و نتيجة قيام البنوك التجارية الروسية بتحويل ما لديها من العملة إلى صرف أجنبي للاحتفاظ به في الخارج. و في هذا الإطار تسببت الحكومة في هروب رؤوس الأموال إلى الخارج حين خفضت نسبة الاحتياطي الإجباري للبنوك كما سمحت لهم بشراء صرف أجنبي لحسابهم الخاص
4. بعد هذه الإجراءات أصبح من المستحيل الإبقاء على سعر الصرف ثابتا
5. في نهاية الربع الأول من سنة 1999 فقد الروبل ثلاثة أرباع قيمته الاسمية مقابل الدولار.

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص 169.

## المبحث الثاني: أزمات القرن الواحد والعشرين

في التسعينات جاءت العولمة كمرحلة جديدة من مراحل الرأسمالية إلا أن العالم لم يصبح على أحسن حال وإنما توالى الأزمات وسنقوم بترتيبها في هذا المبحث على النحو التالي:

أولاً: فقاعة شركات الإنترنت وتحليلها (الدوت كوم 2000)

ثانياً: أزمة الاقتصاد الأرجنتيني 2001 – 2002 وتحليلها

ثالثاً: الأزمة المالية التركية 2000 – 2001 وتحليلها

رابعاً: الأزمة المالية العالمية 2008

## أولاً: فقاعة شركات الإنترنت وتحليلها (الدوت كوم 2000):

هذه الأزمة شكلت نوعاً جديداً من الأزمات وذلك عندما تم إدراج أسهم شركات الإنترنت في البورصة و حدوث ما عرف بفقاعة<sup>1\*</sup> شركات الأنترنت ( الدوت كوم) . ينظر عامة إلى الفقاعات الاقتصادية على أنها ذات تأثير سلبي في حالة الاقتصاد لأنها حدوث حالة التوزيع غير العادل للموارد في اتجاه استخدامات غير مثلى فضلاً عن ذلك الانهيار الذي يلي الفقاعة الاقتصادية يمكن له أن يدمر و يفني مقداراً كبيراً من الثروات و يتسبب في حالة الكساد الاقتصادي ,غالباً ما يشار إلى فقاعة كوم على أنها تمثل المدة من عام 1995 إلى مارس 2000 إذ بلغ مؤشر ناسداك ( Nasdaq ) قمته متجاوز حد 5100 نقطة لينهار المؤشر بعد ذلك محدثاً أزمة عنيفة في الوم أ امتدت أثارها لبعض الدول الأخرى في العالم . و قد فقد المؤشر 27 في المائة من قيمته في أول أسبوعين من أبريل و 39.3 في المائة في عام كامل و ابتداء من سبتمبر عام 2000 شهدت مؤشرات البورصات العالمية الرئيسة هبوطاً بطيئاً دام حوالي 3 أعوام حتى مارس عام 2003 فعلى سبيل المثال انخفض مؤشر كاك 40 الفرنسي من مستواه القياسي 6945 في المائة إلى أقل من 2401 نقطة في 12 مارس عام 2003 مسجلاً نسبة هبوط 65 في المائة في 3 أعوام . و قد عمقت أحداث 11 سبتمبر عام 2001 هذه الأزمة بعد أن أغلقت لمدة أسبوع كامل

\* 1 - الفقاعة (bubble) هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على سلعة ما في ارتفاع سعرها بطريقة تؤدي إلى تزايد المضاربة عليها مما يؤدي إلى ارتفاع سعر أسهم هذه السلعة إلى مستويات خيالية و تصور الحالة على أنها تشبه انتفاخ البالون. حتى يبلغ مرحلة ما يسمى بانفجار الفقاعة أو البالون (الانهيار) و حدوث هبوط حاد و مفاجئ في سعر هذه السلعة و قد يتم استخدام كلمة الفقاعة لوصف بعض الاقتصادات التي تشبه رواجاً اقتصادياً كبيراً لفترات زمنية محدودة دون أن تستند إلى قاعدة إنتاجية متينة قادرة على توليد الدخل المنتظم و الاستمرار في الرفاهية و الرواج على أساس دائمة و متواصلة.

. و فتحت بورصة نيويورك على أثرها أبوابها منخفضة 7.3 في المائة و هو أكبر انخفاض في تاريخ داو جونز بعدد النقاط إذ فقد المؤشر 384.81 نقطة.

والسبب في انخفاض هذا المؤشر بالذات هو أن سوق ناسداك هو سوق موزا لبورصة نيويورك للأوراق المالية، وقد حل محل سوق الوسطاء في الأوراق المالية (over the counter) ويضم مؤشر السوق شركات التكنولوجيا و منها بالطبع شركات الانترنت و التي كان يطلق عليها شركات الدوت كوم (.com) أي الشركات التي تبيع السلع عبر الأنترنت أو التي تعرض مواد عبر الأنترنت أو التي تقدم خدمات الاتصال بالأنترنت ..... الخ و لذلك فان آثار هذه الأزمة تظهر على هذا المؤشر بصفة أساسية.

قبل بدء أي فقاعة لا بد من وجود فكرة استثمارية يتم الاستناد إليها في ترويج الخطة لاستثمارية التي تدور حولها ومع التوسع الكبير في شبكة الأنترنت و تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات و تطوير آليات فعالة للتجارة الالكترونية بدأت تنتشر في و سائل الإعلام في مجال الأعمال عبارة جديدة هي " الاقتصاد الجديد<sup>1</sup> New Economy " إذ يؤدي الأنترنت الدور الأساسي في تسيير الأعمال و تسهيل التجارة و عمليات التسويق و حركات المخزون ..... الخ. حتى اعتقد بعضهم أن الأنترنت سيصبح الوسيلة الرئيسية للتجارة بدأ وهم تحقيق الثروة يلعب بعقول عدد كبير من المستثمرين لدرجة أن الشركات الجديدة في القطاع لم تجد مصاعب تذكر في بيع إصداراتها من الأسهم على الرغم من ضعف خطط الأعمال التي تم تقديمها لعدد كبير جدا من الشركات بل لقد كان يكفي إضافة حرف e إلى اسم الشركة أو كلمة com إلى الاسم التجاري لها لتنفذ إصدارات الأسهم بسرعة قياسية<sup>2</sup>.

فقاعة الدوت كوم هي إذن نتاج النمو في تكنولوجيا المعلومات و الاعتقاد السائد بأن الشركات المقدمة للأنترنت و لسلسلة السلع و الخدمات المرتبطة به هي التي ستمثل نموذج الأعمال الأمثل في الاقتصاد الجديد ، حيث كان هناك العديد من العوامل التي أسهمت في نفخ فقاعة الدوت كوم قبل انفجارها في مارس 2000 و أهم هذه العوامل التالي<sup>3</sup>:

1 \* - مثلت عبارة الاقتصاد الجديد الفكرة الاستثمارية التي قامت عليها هذه الفقاعة إذ أخذ الجميع يتحدث عن هذا الاقتصاد الجديد والأفاق الواسعة من الإيرادات و العوائد التي سيفتحها و دخل محلولو الأسهم على الخط للترويج لفكرة الوهم الذي راح ضحية الملايين ممن تهافتوا على شراء الأسهم الخاصة بشركات الدوت كوم التي تزايدت أعدادها بسرعة قياسية عندما انفجرت الفقاعة انهار عدد كبير من الشركات التي تنتمي إلى قطاع الدوت كوم التي تزايدت أعدادها بسرعة قياسية عندما انفجرت الفقاعة انهار عدد كبير من الشركات التي تنتمي إلى قطاع الدوت كوم وأخذت معدلات تكوين الشركات الجديدة في التراجع الكبير نظرا لصعوبة تسويق إصداراتها من الأسهم مقارنة بالأوضاع قبل الانهيار  
2 - إبراهيم عبد العزيز النجار ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 90-92  
3 - نفس المرجع السابق ، ص 93.

1. الفكرة الأكيدة التي كانت منتشرة بين المستثمرة بأن شركات الانترنت هي صناعة المستقبل , و أن هذه الشركات ستمثل الأركان الأساسية للاقتصاد الجديد و أن هذا الاقتصاد الجديد يعد بتحقيق معدلات نمو خيالية ومن ثم عوائد لا حصر لها و أن الاستثمار في شركات الانترنت هو السبيل الوحيد لجني ثمار العوائد الناجمة عن النمو في هذه الصناعة.

2. سوء عملية تقييم الأسهم إذ كان أداء أسهم شركات الانترنت في مؤشر الناسداك استثنائيا فقد كانت أسعار أسهم هذه الشركات تنمو نمو سريعا في البورصة حتى دون أن تحقق أرباحا تساند هذا النمو في القيمة الرأسمالية السوقية لها , و ينظر المحللون إلى هذا العامل بالذات على أنه يمثل نقطة المستثمرين العمياء في هذه الأزمة , أي معامل مضاعف السعر إلى توزيعات الأرباح (P\E ratios) , إذ كان يتم تداول أسهم هذه الشركات بأسعار مرتفعة للغاية دون النظر إلى المؤشرات الأساسية التي يتم استخدامها من الناحية التقليدية في التحليل و بما أن هذه الشركات كانت لا تحقق أرباحا تقريبا فان مضاعف السعر إلى توزيعات الأرباح كان ذا قيمة لا نهائية و مثل هذه الحالة تعني من الناحية الفنية أنه يجب ألا يتم الاستثمار في مثل هذا النوع من الأسهم لأن ذلك ببساطة يعني أن المستثمر و بجميع المعايير مقدم على كارثة و على الرغم من ذلك ازداد إقبال المستثمرين على هذه الأسهم بدعوى الاستثمار في الاقتصاد الجديد و الذي سيؤتي ثماره لاحقا في الأجل الطويل . لم يحاول أحد إجراء أي تقدير لهذا البعد الزمني ربما لأن الأسعار ما زالت ترتفع في سوق الأسهم ، و تشير التجربة إلى أنه في مثل هذه الأوضاع فان الجميع يكون راضيا , لأن الحد الأدنى من العزم اللازم لاستثمار المضاربة على الأسهم مازال متوفرا. عندما أخذ مؤشر ناسداك في الصعود نحو قمته في عام 2000 بدأ المحللون المليون يروجون لفكرة أن عمليات التقييم في سوق المال لم تعد تستند إلى العناصر الاقتصادية التقليدية مثل نمو العوائد و معدل التضخم و معدل الفائدة، و بدلا من ذلك أخذوا ينظرون إلى عوامل جديدة مثل قيمة الأصول غير المادية (المعنوية) للشركات و العلامة التجارية. على أنها هي التي تحدد الأسعار المرتفعة للأسهم نسي المحللون أن الانترنت ربما يغير الطريقة التي تؤدي بها الأعمال و لكنه لن يؤدي إلى تغير المعايير الفنية التي يقوم عليها التحليل المالي و هي أن هناك مؤشرات لا بد أن تراعي و أن تحترم عند اتخاذ القرار بالاستثمار. عندما ننظر إلى المؤشرات التي كشفت عنها الأزمة سنجد أن الجميع بما فيهم المستثمرين المؤسسون لم يأخذوا في الحسبان أي أسس للتحليل الفني أو الجوهري عند اتخاذ قرارات الشراء و المضاربة على أسهم شركات الدوت كوم. ففي أوج الأزمة كانت أسهم عدة مئات من الشركات مسعرة بصورة تتجاوز مؤشرات أفضل الشركات التي حققت نمو في الماضي في المتوسط و مع ذلك فقد كان معدل النمو المطلوب في هذه الشركات هو ببساطة شديدة و بصورة مثيرة للدهشة صفر في المائة و لعدة عقود قادمة مما لا شك فيه أن هذه المستويات من التقييم لم تمر على العالم منذ أزمة هوس زهرة التوليب في هولندا أو أزمة بحر الجنوب في بريطانيا.

3. أدت وسائل الإعلام دورا مهما في تكون الفقاعة و ذلك من خلال التقارير التي كانت تبث يوميا و التي تهدف الى خلق مناخ تفاؤل حول عمليات الاستثمار في قطاع الدوت كوم، وتشير تجارب العالم مع أزماته إلى أنه ما إن تتم تهيئة المضارب نفسيا فانه يكون مستعدا لفعل أي شيء بما في ذلك إغراق نفسه بالديون بحثا وراء وهم الربح السريع.

4. دخول المستثمرين ليس لديهم خبرة في مجال شراء الأسهم يحركهم دافع واحد هو حلم الثروة القادم و من الطبيعي ألا يهتم مثل هؤلاء بالأسس السليمة التي يفترض أن يقوم عليها القرار الاستثماري أو بأهمية تكوين محافظ استثمارية لها القدرة على الاستدامة. انصبت التحليلات في هذه الأزمة بالذات على قضية درجة الرشد التي يتمتع بها المستثمرون إذ يرى بعض الاقتصاديين أن الارتفاع في أسعار الأسهم كان يتم بسبب سلوك مستثمرين لا يتصفون بأي درجة من الرشد الاقتصادي مدفوعين بواسطة أبواق و وسائل الإعلام المختلفة التي لعبت دورا مهما في الأزمة من خلال التقارير الزائفة التي كانت تثبتها و التي كانت تغذي الطلب على هذا النوع من الأسهم. بل إن الكتابات عن الأزمة تميل إلى الاعتقاد أن السوق افتقدت المستثمرين الذين يتسمون بالرشد ، و الذي يفترض من الناحية النظرية أنهم يؤدون الدور الأساسي في ضبط إيقاع السوق وتعديل مستويات العائد المعدل بالمخاطرة فيه و من ثم التخفيف من عمليات سوء تحديد الأسعار. أكثر من ذلك فان الدراسات التي تمت على الأزمة حتى مثل هؤلاء المستثمرين الذين يفترض أنهم يتسمون بالرشد قد أسهموا بالفعل في رفع درجة عدم الاستقرار في السوق ، على سبيل المثال أشارت بعض الدراسات إلى أن صناديق التحوط كانت تقود فقاعة الدوت الكوم خلال فترة من 1998 / 2000 وهو ما يعني أن المستثمرين الذين يفترض أن يتسمون بالرشد قد يشاركون في نفخ الفقاعة لفترة من الزمن قبل خروجهم من السوق ومن ثم يساهمون في رفع درجة عدم استقرار السوق.

من جانبها كانت الحكومة الأمريكية تنظر إلى ما يحدث في سوق أسهم شركات الانترنت على أنه يمثل تشكيلا لهيكل جديد للثروة في الاقتصاد الأمريكي و أنه يحمل أخبارا سعيده بالنسبة للميزانية الأمريكية و لإدارة جمع الضرائب إذ ستشكل هذه المصادر الجديدة للثروة ذات القيمة الرأسمالية الضخمة وعاء جديدا للضريبة ومن ثم المزيد من الإيرادات للخزنة سال إذن لعاب الخزنة الأمريكية و هي ترى أكثر من تريليون دولار تضاف إلى ثروة الأفراد في صورة أسهم لشركات الانترنت.

على مدى أكثر من ست سنوات من النفخ المتواصل تكونت فقاعة ضخمة جدا لأسعار أسهم شركات الدوت كوم حتى بلغ الضغط داخل الفقاعة مستواه الحرج في العاشر من مارس 2000 عندما بلغت قيمة مؤشر ناسداك 5132.52 و هي أقصى قيمة بلغها المؤشر خلال الأزمة و في تاريخه حتى هذه اللحظة و حيث انه من غير الممكن استمرار هذا الوضع إلى ما لا نهاية فقد بدأت عملية الانفجار المدوي للفقاعة ، هنا فقط أدرك المستثمرين أن هذه الشركات لا يمكنها أن تحقق مستويات الأرباح التي توقعها ولا حتى في المستقبل القريب و اكتشفوا أخيرا أيضا أن القيمة السوقية لشركات الانترنت لا تقابلها أصول مادية



تغطي هذه القيم الخيالية التي تحتلها في السوق، و أن رأس مالها الحقيقي يتكون أساسا من حقوق اختراع و قدر صغير جدا من الأصول المادية الذي يجب ألا يبرر مثل هذا الارتفاع الخيالي للقيمة الرأسمالية لأسهمها في البورصة. و مثلما هو الحال في كل أزمة عندما يحدث الانهيار لا يكون هناك وقت كاف لأي من المتعاملين ليتخذ التدابير اللازمة لحماية نفسه على العكس يؤدي اندفاع المستثمرين لحماية أنفسهم من خطر الخسائر إلى دفع السوق نحو الانهيار و بالفعل انتشر الذعر بين المستثمرين و الذين أخذوا في بيع أسهمهم و كانت الكارثة ما بين يناير 2000 حتى مارس 2001 خسر المتعاملون في السوق تريليون (ألف مليار) دولار من ثروة المستثمرين و من القيمة الرأسمالية للأسهم المتداولة في سوق ناسداك و هي خسارة ضخمة جدا قبل حدوث الانهيار كانت القيمة السوقية لأسهم شركات التكنولوجيا تتجاوز 1.4 تريليون دولار و عند انتهاء الانهيار كانت مؤشرات القيمة السوقية تشير إلى انخفاض في أسعار الأسهم إلى 400 مليار دولار فقط بالطبع لم يقتصر أثر الانخفاض في أسعار الأسهم على شركات الدوت كوم و إنما انتقل إلى قطاعات أخرى في البورصة كان أكثر المؤشرات غير التكنولوجية تأثرا في العالم هي مؤشرات (NIKKEI ; DAX ; FTSE) و انهار عدد كبير من الشركات و بالطبع كان أكثر الشركات تأثرا هي الشركات المرتبطة بالإنترنت .

انتهت الأزمة و لم يتحول العالم إلى هذا الاقتصاد الجديد على النحو و بالصورة التي روج لها المحللون إذ ما زالت قواعد أداء الأعمال واحدة سواء في ظل الإنترنت أو دونه فكل منتج سواء كان سلعة أو خدمة لا بد له من منتج ينتجه و من سوق يوزع فيه و مستهلكين يشترونه و من ثم أرباح أو خسارة تتحقق من ورائه بغض النظر عن طريقة التي ستم بها تأدية العمل هذا بالطبع لا يعني أن الإنترنت غير مهم في مجال الأعمال فمما لا شك فيه أن الإنترنت قد غير الطريقة التي تمارس بها الأعمال بصورة جذرية و أثر في كيفية أداء عمليات الإنتاج و التوريد و خفض التكاليف و المخزون و حسن بشكل كبير من الإنتاجية في جميع القطاعات الإنتاجية للسلع و الخدمات في العالم .

### ثانيا : أزمة الاقتصاد الأرجنتيني (2001 - 2002) وتحليلها:

تعد الأرجنتين ثالث اقتصاد في أمريكا الجنوبية، و تصل مساحتها إلى 2791810 كلم مربع في حين يصل عدد سكانها إلى 37.9 مليون نسمة. و في عام 2001 و صل الناتج المحلي الإجمالي إلى حوالي 284 مليار دولار , أي أن متوسط دخل الفرد و صل إلى حوالي 7500 دولار غير أن المؤشر السليبي الذي دق ناقوس الخطر كان الدين الخارجي الذي بلغ حوالي (137) مليار دولار إذ ضغطت عوائد خدمة الدين الخارجي بشكل كبير على الاقتصاد الأرجنتيني حتى وصل إلى حافة الإفلاس .

عندما تولى الرئيس "كارلوس منعم" رئاسة الأرجنتين في عام 1991 تبنت حكومته فلسفة السوق الحر و قامت بتنفيذ خطة إصلاح اقتصادي واسعة (1991\_ 1994) إذ تمت خصخصة المشروعات المملوكة للدولة و التخلي عن تحديد الأسعار و تم تخفيف القواعد عن النظام المصرفي كما تمت إزالة العقبات المعوقة للاستثمار الخارجي.

أهم ما ركز عليه برنامج الإصلاح الاقتصادي هو سعر صرف العملة الأرجنتينية (البيزو) و إعادة الاستقرار الأمريكي من أجل تخفيض معدلات التضخم و الحفاظ على استقرار الأسواق النقدية و السلعية , فضلا عن إجراءات أخرى استهدفت رفع معدلات النمو الاقتصادي و تخفيض معدلات الفقر. و الجدول المدون أدناه يعرض بعض مؤشرات أداء الاقتصاد الأرجنتيني خلال المدة (1989\_1995).

جدول رقم 08: أداء بعض المؤشرات الاقتصادية في الأرجنتين خلال الفترة (1989/1995)

المؤشر	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
الناتج المحلي الإجمالي (مليار بيزو)	3.24	68.9	181	227	237	257	258
عدد السكان (مليون نسمة)	33.4	33.9	34.3	34.8	35.2	35.7	36.1
البيزو مقابل الدولار	0.18	0.56	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
(%معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي )	8.8.	3.7.	11.2	10.5	4.5	4.4	4.1.
CPI التضخم (مؤشر أسعار المستهلك)	4923.5	1343.9	84.0	17.5	7.4	3.9	1.6
%معدل البطالة	7.1	6.3	6.0	7.0	9.3	12.1	12.5
%معدل الفقر	47.3	33.7	21.5	17.8	16.8	19.0	24.8
متوسط الأجر (البيزو \ ساعة)	-	1.00	2.49	3.18	3.58	3.77	3.90

المصدر: نيبيل معمر محمد الرضا ، محمدان فرحان الجوارين، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، دار الكتاب

العربي ، بيروت، الطبعة 01، 2014، ص 186.

يتضح من بيانات الجدول أن الإصلاح الاقتصادي في الأرجنتين كان أسرع و أعمق من أي بلد آخر فقد نجح بشكل كبير في تخفيض معدلات التضخم من ( بالمائة 4923.5) عام 1989 إلى ( 1.6 بالمائة ) عام 1995 , و معدلات الفقر التي انخفضت من ( 47.3 بالمائة) عام 1989 إلى ( 24.8 بالمائة ) عام 1995, فضلا عن المحافظة على سعر الصرف مستقر

للبيزو مقابل الدولار طوال المدة (1995\_1991) و تحولت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من السالب إلى الموجب و ارتفاع متوسط الأجر.

أ. سيناريو الأزمة الأرجنتينية:

جدول رقم 09: سيناريو ما قبل الأزمة الأرجنتينية سنة 2001

التاريخ	الحدث
12 يناير 2001	واصل الاقتصاد الأرجنتيني أداءه الضعيف و حثت الحكومة صندوق النقد الدولي على زيادة القرض الذي تم الاتفاق عليه في مارس 2000 بمقدار 7 مليارات دولار كجزء من حزمة مساعدات و وصلت الى 40 مليار دولار قدمها فصلا عن الصندوق بنك ما بين الامريكيين للتنمية و البنك الدولي و اسبانية و قروض من القطاع الخاص و كانت هذه الاتفاقية تفرض أن الناتج المحلي الاجمالي سينمو بمعدل 2.5 بالمائة عام 2001.
19 مارس 2001	أصبح "دومينكو كافالو" الذي كان وزيرا للاقتصاد في عهد الرئيس "منعم" و مصمم مجلس العملة قبل عشر سنوات و زيرا للاقتصاد بدل "ريكاردو لوبيز مورفي" الذي قدم استقالته.
10 يوليو 2001	أعلن كافالو خطة للتخلص من عجز الميزانية لكن الأسواق لم تستجب لهذه الخطة عاكسة عدم الثقة في أداء الاقتصاد.
19 جويلية 2001	دعت النقابات الى اضراب واسع للاحتجاج على خطة الحكومة.
29 جويلية 2001	مرر الكونغرس الارجنطيني قانون ( تصفير العجز في الميزانية ) و الذي تضمن ميزانية بدون عجز في الربع الاخير من عام 2001
7 سبتمبر 2001	نتيجة لتمرير قانون الموازنة قرر صندوق النقد الدولي زيادة القرض الممنوح للأرجنتين للمرة الثانية بمبلغ 7.2 مليارات دولار
أكتوبر 2001	انتشر استخدام السندات كصكوك لتسديد الرواتب نتيجة لانخفاض الايرادات الحكومية.
30 نوفمبر 2001	بدأت حركة كبيرة لسحب الأموال من البنوك مع انخفاض احتياطي البنك المركزي بحوالي 2 مليار دولار في يوم واحد و أصدر الرئيس " دي لاروا" قرارا يقضي بسحب 1000 دولار شهريا كحد أقصى لكل مودع.
1 ديسمبر 2001	بداية الحركة الاحتجاجية نتيجة لتحديد قيمة المبالغ المسحوبة من البنوك
5 ديسمبر 2001	أوقف صندوق النقد الدولي قرضا بقيمة 1.24 مليار دولار مطالبا الارجننتين بتطبيق البنود المالية للاتفاق المبرم مع

الصندوق.	
7 ديسمبر 2001	أعلنت الأرجنتين عدم قدرتها على الوفاء بالدين الخارجي
13 ديسمبر 2001	أعلنت الحكومة أن معدل البطالة وصل الى 18 بالمائة و دعت النقابات الى الاضراب العام
14 ديسمبر 2001	بدأت حركة نهب و سرقة محلات السوبر ماركت
19 ديسمبر 2001	اتسعت حركة الاحتجاج لتشمل المدن الرئيسية و أعلنت الحكومة حالة حظر التجوال و قدم وزير الاقتصاد "كافالو" استقالته
2 ديسمبر 2001	استقال الرئيس "دي لاروا" بعد استخدام القوة ضد المتظاهرين و التي أدت الى مقتل 28 شخصا.

المصدر: نبيل جعفر محمد الرضا ، عدنان فرحان الجوارين، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، دار الكتاب العربي ، بيروت، الطبعة 01، 2014، ص: 188-189.

كان عام 2002 أسوأ الأعوام على الأرجنتين منذ عام 1891 ، إذ انخفض فيه النشاط الاقتصادي إلى أدنى حد و هذا الانخفاض بدأت بوارده في نهاية عام 1998 . بعد فشل الحكومة في الحصول على قرض من صندوق النقد الدولي في ديسمبر 2001 ، و كان سبب الرفض هو مطالبة الصندوق للأرجنتين بتقديم ميزانية للعام الجديد بدون عجز مما دعا وزير الاقتصاد ( دومينكو كافالو ) الى تقديم خطة يتم من خلالها تخفيض النفقات بمقدار ثلاثة مليارات دولار فضلا عن المقرر مسبقا في مشروع الميزانية و الذي يصل إلى 9.7 مليار دولار و كان هذا الإجراء يستدعي تأجيل الرواتب و الأجور لموظفي الدولة و تقييد عمليات سحب الودائع من المصارف و قصرها على 250 دولار في الأسبوع و قد تم كل هذا بعد أن استطاع المضاربون المحليون و الأجانب من تهريب 15 مليار دولار إلى الخارج ، و اتجهت الحكومة الأرجنتينية إلى خفض الأنفاق العام بنسبة 20 بالمائة و يأتي هذا التخفيض نتيجة عدد من الإجراءات أهمها تخفيض أجور العاملين في القطاع الحكومي بنسبة 13 بالمائة و نظرا للتأثيرات الاجتماعية السلبية لهذه القرارات على حياة المواطنين العادية فقد جوبهت برفض شعبي كبير و انطلقت المظاهرات التي انتهت باستقالة الحكومة و أداء بعض مؤشرات الأزمة الأرجنتينية<sup>1</sup> :

1. انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي عام 2002 بنسبة 28% عن أعلى قيمة وصلها عام 1998،
2. انخفاض الودائع في البنوك التجارية بمقدار 6.1 مليارات دولار و بنسبة قدرها 1.7 % و ذلك خلال شهري جويلية وأوت 2001.

1 - نبيل جعفر عبد الرضا ، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 190 – 191.

3. البداية الأولية لظهور الأزمة كانت في يوم 14 يوليو 2001 إذ بلغت معدلات الفائدة لليلة واحدة 300% كما خسرت خزانة الدولة حوالي 3 مليارات دولار من الاحتياطات الدولية من الدولار الأمريكي نتيجة لتخوف المستثمرين من التوقف عن دفع الديون أو تعويم العملة الأرجنتينية أو كليهما .
  4. عملة الأرجنتين ( البيزو ) (Peso) استقرت عند (1) بيزو \ دولار أمريكي منذ عام 1991 إلا أنها في عام 2002 هبطت بشكل كبير لتصل قيمتها إلى (4) بيزو لكل دولار .
  5. معدلات التضخم كانت منخفضة أو سالبة منذ بداية التسعينات غير أنها ارتفعت بفعل الأزمة لتصل إلى 41 % في عام 2002.
  6. معدلات البطالة ارتفعت من 12.4 % عام 1998 إلى 18.3 عام 2001 ووصلت إلى 23.6 % عام 2002
  7. معدلات الفقر ارتفعت من 25.9 % عام 1998 إلى 38.3 % عام 2001 ووصلت إلى 57.5 % عام 2002
  8. انخفضت الأجور الحقيقية بنسبة 23.7 % عام 2002
  9. انخفضت المبيعات الحقيقية للأسواق بنسبة 5 % عام 2001 و بنسبة 26 % عام 2002
  10. خفضت مؤسسة " موديز " لتقييم مخاطر الائتمان تصنيف الأرجنتين لديها على دفعتين في يوليو 2001 خوفا من التوقف عن دفع الديون أو تعويم العملة أو كليهما .
  11. فقد بنك ( بانكو هيبو تيكاريو) الذي من أكبر البنوك الأرجنتينية نصف رأس ماله و البالغ 2.1 مليار دولار و حقق صافي خسائر قدرها 519.6 مليون دولار .
- ب. أسباب الأزمة الأرجنتينية:

بعض المحللين للأزمة الأرجنتينية يوضح أن أحد أسبابها هو تثبيت سعر صرف البيزو مقابل الدولار فتثبت سعر الصرف يستطيع النجاح فقط إذا كان البيزو الأرجنتيني يستطيع أن يكون تنافسيا كفاية لكي ترتفع الصادرات بشكل أكبر من الواردات و بذلك فإن أرباح التجارة الخارجية يمكن استخدامها من أجل تسديد فوائد الديون الخارجية و بالرغم من أن سعر الصرف واحد مقابل واحد خفض القدرة التنافسية للصادرات الأرجنتينية إلا أن ذلك يمكن معالجته إذا ارتفعت الإنتاجية بشكل أكبر من ارتفاع الأجور مما يؤدي إلى خفض التكلفة و بالتالي انخفاض أسعار السلع الأرجنتينية مقابل السلع الخارجية , إلا أن ذلك لم يحدث و انخفض حجم الصادرات الأرجنتينية مقابل ارتفاع الواردات و بالتالي انخفضت عوائد النقد الأجنبي الداخلة للأرجنتين مما جعل من الصعب عليها تسديد فوائد الدين الخارجي , و بدأت بوادر الأزمة و وصل حجم الصادرات

إلى 9% من الناتج المحلي الإجمالي و هي نسبة منخفضة جدا أدت إلى إثارة الشك في قلوب المستثمرين الأجانب سواء من حيث قدرة الدولة على الحفاظ على سعر الصرف الثابت أو من حيث قدرتها على الوفاء بالتزاماتها الدولية و لكي تعيد الحكومة الثقة إلى المستثمرين الأجانب ارتكبت خطأ آخر أسهم في الوصول إلى الأزمة و هو رفع سعر الفائدة بشكل كبير و هو ما أدى إلى ارتفاع أعباء الدين العام التي تضاعفت من 4.6 مليارات دولار إلى 9.7 مليارات دولار خلال المدة (1996\_2000) .

في حين يرى محللون آخرون أن السبب الرئيس للأزمة الأرجنتينية هو الدين الخارجي الذي وصل إلى 146.2 مليار دولار عام 2000 و الذي يمثل ما نسبته 56% من الناتج الإجمالي للأرجنتينيين في العام نفسه و تستهلك خدمة هذا الدين ما نسبته 75.5% من إجمالي حصيلة الصادرات و هذا الأمر يقود الأرجنتين إلى الاستدانة من جديد لتمويل وارداتها من السلع و الخدمات و هو ما أسهم ضعف معدل الادخار المحلي الذي وصل إلى 15% في عام 2000 و الذي كان من أدنى معدلات الادخار في العالم إذ بلغ متوسط معدل الادخار العالمي في عام 2000 (23%) في تعميق المديونية الخارجية فضلا عن ذلك فقد أسهم العجز الكبير و المتراكم للحساب الجاري و الذي وصل إلى 6.1% عام 2001.

أدى الاختلال الكلي إلى تضرر القطاع المصرفي مما جعله ضعيفا و غير قادر على مواجهة مخاطر العملة و إخفاق الحكومة في تسديد ديونها و من مظاهر هذا الاختلال الركود العميق الذي عانت منه الأرجنتين خلال ثلاثة الأعوام التي سبقت الأزمة , إذ بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي نحو ( . 3.4%) , ( . 0.8%) , ( . 4.40%) , ( . 16%) في أعوام 1999, 2000, 2001, 2002 على التوالي فضلا عن تفاقم معدل البطالة الذي بلغ 18.3% من قوة العمل الأرجنتينية عام 2001<sup>1</sup>.

### ت. علاج الأزمة الأرجنتينية:

من أجل معالجة الأزمة و تخفيف آثارها على الاقتصاد الأرجنتيني فقد دخلت الأرجنتين في جولة مفاوضات مع FMI من أجل إعادة جدولة الديون و الحصول على قروض جديدة تساعد الاقتصاد على النهوض من كبوته و استطاعت أقتناع الصندوق بعد عام كامل من المفاوضات حصلت الأرجنتين على صفقة مساعدات من الصندوق مدتها ثلاث سنوات وافق من خلالها الصندوق على تسديد ديون متعددة الأطراف تبلغ قيمتها ما يقارب 21 مليار دولار و قد أسهم هذا الاتفاق في عودة قروض المؤسسات الدولية الأرجنتينية و استجابات الأرجنتين لطلب FMI بتخفيض قيمة عملتها لتصل إلى 4 بيزو لكل دولار على أمل أن يرفع ذلك من القدرة التنافسية للصادرات الأرجنتينية إلا أن الاضطراب السياسي و الاقتصادي أدى إلى

<sup>1</sup> - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره، ص ص: 191-192.

تخفيض الناتج من السلع و الخدمات بنسبة 16% و أدى ذلك بالتالي إلى تخفيض قدرة الأرجنتين على التصدير حتى لو تزايد الطلب الخارجي على صادراتها . لكن انهيار القدرات المالية الأرجنتينية في خضم الأزمة غير قادرة على تمويل الواردات , و بالتالي أدت إلى تخفيضها مما ساعد على تحسين موازينها الخارجية إجبارا لا اختيارا كما أن حصولها على قروض من الخارج ساعدها هي معالجة الخلل في موازينها الخارجية و لو بشكل مؤقت .

و هكذا بدأت حركة الانتعاش تعود إلى الاقتصاد الأرجنتيني و عاد سعر صرف البيزو و صل إلى 4 بيزو لكل دولار في منتصف عام 2002 إلى الارتفاع ليصل إلى 2.90 بيزو \ دولار في بداية شهر جوان 2003 و انخفض التضخم ممثلا بمؤشر أسعار المستهلك من 125.2% في نهاية عام 2002 ليصل إلى أرقام تقل عن 10% في نهاية عام 2003<sup>1</sup> .

### ثالثا: الأزمة المالية التركية 2000 – 2001 وتحليلها:

عرفت تركيا الأزمات الاقتصادية لأول مرة عام 1929 , فقد اندلعت هذه الأزمة في العاصمة أنقرة في اليوم نفسه الذي اندلعت فيه عالميا . ولقد بدأ العجز في الميزانية في الظهور لأول مرة في عام 1944 منذ بداية الحرب العالمية الثانية . وقد اهتز التوازن الاقتصادي في تركيا كما حدث في كل أنحاء العالم بعد بدء الحرب و لأول مرة تتعرف تركيا على تخفيض قيمة العملة . و في عام 1946 و مع وجود فائض قامت تركيا بتخفيض قيمة العملة لزيادة الصادرات و لكنها لم تحقق هدفها .

و في عام 1958 وصلت قيمة الديون الخارجية على تركيا إلى 256 مليون دولار و حملت في حضانها " أزمة العجز " ففي شهر أوت قبلت تركيا تطبيق برنامج الاستقرار الذي عرضه FMI فخفضت قيمة العملة . و قد ارتفع العجز التجاري مع الخارج و بلغ العجز في الميزانية عام 1959 ما قدره 55.3 مليون دولار , و في عام 1959 ارتفع العجز إلى 266.7 مليون دولار , و في عام 1959 ارتفع الغلاء في تركيا بدرجة كبيرة إلى أن أصبحت تركيا ثاني دولة عالميا في الغلاء بعد البرازيل . وقد اهتزت تركيا مرة أخرى عام 1969 بأزمة اقتصادية أخرى و قد بدأت بتنفيذ برنامج FMI و خفضت قيمة العملة و بعد ذلك و وقع انقلاب عسكري عام 1971 . ثم حصل اختلال في التوازن الاقتصادي و انخفاض جديد في العملة التركية نتيجة زيادة النفقات العامة عام 1986 ولقد ارتفع سعر الفائدة نتيجة الارتفاع في النفقات العامة و نتيجة التذبذبات في الأسواق المالية , انخفض احتياطي العملات الأجنبية , و ما أن جاء عام 1989 حتى أصبحت تركيا إحدى الدول ذات السوق الحرة المنفتحة على الخارج , ولقد بلغ مقدار الديون الخارجية على تركيا ما قيمته 17.4 مليار دولار في أثناء تطبيقها لسياسة الاستقرار , و بلغ عام 1989 ما قيمته 41.7 مليار دولار و في عام 1990 ارتفع إلى 49 مليار دولار . و بلغت نسبة الديون قصيرة الأجل ما نسبته 19% من مجموع الدين العام . و عانت البنوك من النقص في العملات الأجنبية و

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره، ص 193.

بدأت مرحلة الركود الاقتصادي مع التضخم ووصل العجز في الميزان التجاري عام 1990 إلى 9.3 مليارات دولار و دخلت تركيا مرة أخرى في أزمة اقتصادية .

و قد أثرت حرب الخليج الأولى عام 1991 سلبيا على الاقتصاد التركي فارتفعت الديون الخارجية بمقدار 8 مليارات الدولار و منها الديون القصيرة الأجل التي ارتفعت بمقدار أربع مليارات الدولار هذه الأزمة استمرت سنة. و تميزت عقد التسعينات في تركيا بعدم استقرار الدين العام و ارتفاعه بشكل كبير فضلا عن معدلات تضخم مرتفعة و عدم استقرار معدل النمو الاقتصادي نتيجة لمشكلات هيكلية لم يكن كم السهولة حلها خصوصا في القطاع المصرفي و الأسواق المالية و قد أدى عدم الاستقرار هذا إلى انخفاض معدلات الاستثمار و الادخار فضلا عن ارتفاع معدلات " الدولار " في الاقتصاد التركي.

ثم جاء زلزال عام 1999 ليزيد الأوضاع سوءا فقد كانت له آثار اقتصادية و اجتماعية عميقة و يتضح ذلك من خلال أن سبع مدن من التي ضربها الزلزال كانت تسهم بما بسبته 34.7% من الناتج القومي الإجمالي لتركيا عام 1998 و كانت نسبة مساهمتها في القيمة المضافة للقطاع الصناعي تقارب 46.7% و كانت للزلزال آثار على كل من رصيد رأس المال الجاري , و الإنفاق العام , و التجارة الخارجية , و إيرادات السياحة.

لذا فقد بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال المدة ( 1990 \_ 2000 ) ما مقداره (4.7%) و تذبذب هذا المعدل بين (9.3%) و (5.5%) و دخلت تركيا أزمة مالية هي الأسوأ منذ عام 1945<sup>1</sup>.

#### أ. أسباب الأزمة المالية التركية:

هناك عدة أسباب لحدوث الأزمة الاقتصادية في تركيا أهمها<sup>2</sup>:

#### 1. تفاقم الديون:

وقعت تركيا في شرك و مصيدة الديون الخارجية و تضخمت الديون مع فوائدها حتى أصبحت تلتهم الجزء الأكبر من إيرادات الدولة و الأرقام التالية توضح مدى التضخم الكبير في تلك الديون فقد بلغت الديون الخارجية لتركيا عام 1980 (15.7) مليار دولار بفائدة سنوية تقارب المليار دولار , أما في عام 1999 فقد تجاوزت هذه الديون المائة مليار دولار و بفائدة سنوية تزيد على خمسة مليارات دولار , علاوة على عدم استعمال معظم هذه القروض \_ خاصة بعد عام 1992 \_ في تعزيز

<sup>1</sup> - نبيل جعفر عبد الرضا ، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 197- 198.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص ص : 199- 201.



الاقتصاد التركي و في بناء مشاريع تنموية بل أهدر معظمها كما بلغت الديون الخارجية لتركيا عام 1980 (7.9) مليارات الدولار , لتصل عام 1999 إلى (63.6) مليار دولار .

## 2. دخول الاتحاد الجمركي الأوروبي:

يعد انضمام تركيا إلى الاتحاد الجمركي الأوروبي الخطوة الضرورية الأولى و الشرط الأساسي لدخولها إلى الاتحاد الأوروبي , وهذه العضوية في الاتحاد الجمركي تعني رفع جميع الرسوم الجمركية عن البضائع المصدرة أو المستوردة بين تركيا و الدول الأوروبية , و كانت أوروبا عي الراجعة و تركيا هي الخاسرة في هذا الأمر لأسباب التالية :

✓ بدأت تركيا منذ دخولها إلى الاتحاد الجمركي تخسر كل عام إيراد كبيرا يبلغ أربعة مليارات الجمركية على البضائع الأوروبية المستوردة .

✓ زادت الفجوة كثيرا بين قيمة البضائع الصادرة إلى أوروبا و قيمة البضائع المستوردة منها , أي زاد العجز التجاري لتركيا .

✓ بعد رفع الحاجز الجمركي لم تستطع الصناعة التركية الناشئة منافسة الصناعة الأوروبية المتقدمة التي غزت الأسواق التركية مما أدى إلى إفلاس العديد من المصانع التركية وإقفال أبوابها و تسريح الآلاف من عمالها , و هذا أدى بدوره إلى تقليص الناتج المحلي و زيادة أعداد العاطلين عن العمل .

## 3. الإسراف و التبذير الحكومي :

يعد الإسراف الحكومي من العوامل التي نخرت جسم الاقتصاد التركي , فحسب دراسة أعدها اتحاد الغرب و البورصة التركية فإن التبذير و الإسراف الحكومي تسبب في ضياع (195.2) مليار دولار في طرف عشر سنوات (1990 \_ 2000) و الأرقام التالية تعطي أمثلة على هذا التبذير:

✓ تملك الحكومة (86338) سيارة رسمية في خدمة الموظفين, في حين يتراوح عدد السيارات الحكومية في اليابان و فرنسا و بريطانيا بين عشرة آلاف إلى عشرين ألف سيارة فقط مع أنها دول أكثر غنى و رفاهية و تقدما من تركيا بكثير . و قد تبين أن رواتب سائقي هذه السيارات و مصاريف وقودها و صيانتها تبلغ ملايين الدولارات كل عام .

✓ تملك الحكومة (235340) دارا مخصصة للموظفين و أكثرها فيلات للراحة الاستجمام في أشهر الصيف لكبار الموظفين . و تم صرف ( 640 ) مليون دولار في ظرف عشرة سنوات لصيانتها. و هذا ترف لا تتحمله ميزانية تركيا .

✓ هناك (13240) هاتف مخصصا لدوائر الدولة و هو رقم ضخم بالنسبة لتركيا و كثيرا ما يساء استخدام هذه الهواتف و تستعمل لأغراض شخصية .

وقد أشار هذا التقرير إلى ناحية مهمة و هي نسبة أوقات الركود فقال إن نسبة أوقات الركود في الدول المتقدمة تبلغ 14% فقط , أما هذه النسبة في تركيا فقد بلغت 41%.

#### 4. عمليات النهب للبنوك الحكومية :

ظهرت عمليات فساد عديدة في القطاع المصرفي تمثلت في نهب البنوك فقد أفلست سبعة بنوك حكومية بعد أن نُهبت أرصدها بعمليات احتيال و إقراض لشركات وهمية أو لرجال أعمال دون أخذ الضمانات الكافية , ثم هروب أصحاب هذه الشركات الوهمية و رجال الأعمال إلى الخارج مع هذه المبالغ , ولم تعط الحكومة أرقاما محددة لمقدار هذه المبالغ المنهوبة , و إن كان بعض المحللين يقدرونها بما يقارب مائة مليار دولار . هذا علما بأن لجان تفتيش و مراقبة لهذه البنوك , و كانت قد قدمت تقارير تحذر مما في هذه البنوك و تلفت نظر المسؤولين إلى فداحة الوضع فيها . كما أثير غضب الشعب و جعله يتهم الحكومة ووزراءها بأنهم ضالعون في هذا النهب بسبب عدم اتخاذهم التدابير الضرورية في وقتها.

#### 5. الإنفاق العسكري التركي الكبير:

فمع أن روسيا ومعها جميع دول حلف الناتو ( عدا تركيا ) قامت بتخفيض نفقاتها العسكرية بعد سقوط الاتحاد السوفيتي و انتهاء الحرب الباردة فإن تركيا استمرت في إنفاق باهظ على آلتها العسكرية الضخمة دون أن تعلن عن هذه النفقات . ولم يكن للحكومة ولا للبرلمان سيطرة عليها .

و بعد وقوع هذه الازمة أعلنت رئاسة الأركان التركية \_ و هي الجهة الوحيدة المسؤولة عنها \_ عن قيامها بتأجيل (32) مشروعا من مشاريعها العسكرية تبلغ كلفتها (20) مليار دولار تقريبا , إذن فكم كانت كلفة جميع مشاريعها العسكرية؟

#### 6. الحظر المفروض على العراق :

تضررت تركيا كثيرا بالحظر الذي فرضته الأمم المتحدة على العراق . و تشير الإحصائيات إلى أن تركيا جراء انحسار تجارتها مع العراق فاقت (70) مليار دولار في السنوات العشر الأخيرة من القرن العشرين.

ب. النتائج الاقتصادية للأزمة المالية التركية: تتمثل فيمايلي<sup>1</sup>:

1- بالنسبة للنتائج القومي الإجمالي: كانت آخر بيانات معهد الإحصاء الحكومي التركي في عام 2001 تؤكد أن إجمالي الناتج القومي قد انخفض بنسبة 9.4% وهو أسوأ أداء للاقتصاد التركي منذ عام 1945 , و أظهرت هذه البيانات أن الانكماش الاقتصادي كان أسوأ بكثير من المتوقع إذ كانت توقعات الحكومة و صندوق النقد تشير إلى أن معدل

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 202 - 204.

الانكماش الإجمالي الناتج القومي سيبليغ 8.55% فقط و جاء هذا الانكماش الكبير بسبب الأزمة المالية الخائفة التي ضربت تركيا في نوفمبر 2000 و أدت في فبراير 2001 إلى انهيار برنامج التصحيح الاقتصادي السابق الذي كانت تطبقه الحكومة بمساعدة FMI لخفض التضخم و إلى تعويم الليرة التركية التي هبطت قيمتها إلى أكثر من 50% أما بعد علم 2002 فقد أخذ منحى الناتج القومي يتجه نحو الصعود ووصل كما ذكرناه إلى معدل نمو 7.6% طبقا لآخر الإحصاءات الصادرة عن معهد الإحصاء الحكومي عام 2005.

2- بالنسبة لحجم التجارة الخارجية: ارتفعت قيمة الصادرات التركية من 36 مليار دولار عام 2002 إلى 47 مليار في عام 2003 ثم إلى 63 مليار دولار في عام 2004 حتى وصلت إلى 73.4 مليار دولار عام 2005 و لم تكن زيادة قيمة الصادرات كمية فحسب و إنما تشير الإحصائيات إلى أنها زيادة نوعية أيضا كما زاد حجم التبادل التجاري بين تركيا و دول الاتحاد الأوروبي بنسبة 8% عام 2005 مقارنة بعام 2004 متخطية بذلك دولا مثل كوريا الجنوبية و كندا في قائمة الشركاء الرئيسيين للاتحاد و بذلك أضحت تركيا على مقربة من اليابان كأكبر شريك يصدر للاتحاد الأوروبي.

3- بالنسبة لقضية الديون : كانت هذه القضية هي الأخطر طوال العقود الماضية و زادت خطورتها نتيجة القروض الجديدة التي قدمها FMI لحكومة أجاويد في محاولة لانتشال الاقتصاد التركي من منحنه و قد كان إجمالي الدين العام في نهاية عام 2001 حوالي 180 مليار دولار مرتفعا من 164 مليار دولار في جوان من العام نفسه و بلغ مجموع الفوائد و الديون المستحقة التي دفعتها تركيا خلال عام 2001 و مطلع عام 2002 نحو 8.5 مليارات دولار , منها 2.4 مليار دولار عن الديون المستحقة خلال الشهور العشرة الأولى من عام 2001 فيما حسم FMI مبلغ 6.1 مليارات دولار من القرض الذي وافق الصندوق على تقديمه في عام 2002 بقيمة 16 مليار دولار كما بلغت مصروفات الفوائد خلال عام 2001 نحو 22.6 بالمائة من إجمالي الدخل القومي مقابل 16.2 بالمائة عام 2000 و قد كانت تركيا قبل عام 2002 أكبر مدين لـ FMI فقد تمكنت الحكومة من تسديد 11 مليار دولار من أصل الديون الخارجية المستحقة .

4- بالنسبة لمتوسط دخل الفرد من الناتج القومي : كانت الأزمة الاقتصادية الحادة التي مرت بها تركيا عامي 2001 و 2002 قد أدت إلى انخفاض متوسط دخل الفرد ليصل إلى 2181 دولار سنويا عام 2001 , و على وفق التقديرات الرسمية , وفي ضوء نتائج الإحصاء العام للسكان الذي جرى في أكتوبر 2000 فإن هذا المتوسط قد ارتفع خلال 2001 بمقدار 46 دولارا فقط ليصل إلى 2227 دولارا في ضوء الزيادة المتوقعة في عدد السكان . و قد أدى انخفاض معدلات الدخل و انخفاض قيمة الليرة لأكثر من النصف عام 2001 \ 2002 إلى أن يفقد الأتراك نصف مدخراتهم مما أدى إلى تفاقم ظاهرة الفقر و هذا ما أكدته دراسة لأكبر اتحاد للعمال في تركيا جاء فيها إن الأزمة الاقتصادية التي تمر بها

تركيا تركت انعكاسات خطيرة على النسيج الاجتماعي بل و السياسي بعد أن تسببت في زيادة عدد الأتراك تحت خطر الفقر إلى 35 مليوناً و هو ما يشكل أكثر من 50 بالمائة من عدد السكان و زادت الفجوة بين الأغنياء و الفقراء بشكل واضح و اليوم تتحدث إحصاءات معهد الدولة عن أن متوسط دخل الفرد قد بلغ 5000 دولار سنوياً أي إنه قد تضاعفت خلال أقل من أربع سنوات .

**5- بالنسبة لعائدات السياحة :** كان قطاع السياحة في تركيا قد أصيب بأضرار بالغة عقب هجمات الحادي عشر من سبتمبر , إذ أكدت بيانات حكومية تركية آنذاك أن عائدات السياحة بلغت إجمالاً 7.82 مليارات دولار في الأشهر الأحد عشر الأولى لعام 2001 منخفضة بذلك بشكل كبير عن التوقعات و على وفق الإحصائيات الرسمية فقد زار تركيا في عام 2001 نحو 11.6 مليون سائح , و منذ لجأت تركيا إلى التعميم الليرة في أوائل عام 2001 هبطت العملة إلى نصف قيمتها تقريباً أمام الدولار مما جعل البلاد مقصداً رخيصاً للسياح و خاصة من بريطانيا و ألمانيا و بينما استقبلت تركيا حوالي 14 مليون سائح في عام 2002 لتصل بذلك عائدات البلاد بالعملة الأجنبية من السياحة إلى عشرات المليارات دولار أو أكثر , تشير إحصائيات عام 2005 إلى أن تركيا قد استقبلت 21 مليون سائح بعائدات قيمتها 16 مليار دولار تقريباً كما ارتفع الاستثمار الأجنبي المباشر في قطاع السياحة بما يعادل 3 مليارات دولار ليحتل المرتبة الثانية بعد قطاع السيارات .

### ت. علاج الأزمة المالية التركية :

من أجل معالجة هذه الأزمة فقد وقعت الحكومة التركية مع صندوق النقد الدولي في أيام ماي 2001, الاتفاقية الثامنة عشرة للمساندة التي تشمل المدة الممتدة ما بين العامين 2002 و 2004 . ونتيجة لذلك تم تنفيذ إصلاحات هيكلية مهمة تهدف إلى وضع أساس سياسة اقتصادية قوية و أدت الآثار السلبية للأزمة إلى تغيير في نظام الحكم إذ تم انتخاب حزب العدالة و التنمية لقيادة تركيا , و تنفيذ برنامج إصلاح اقتصادي بالتعاون مع FMI ركز على تنفيذ إصلاحات مصرفية و إعادة بناء القطاع المالي عقب الأزمة و الإصلاحات الهيكلية المنفذة التي أتاحت للمؤسسات و الأسواق المختلفة العمل على نحو سليم وجيد ( بنك مركزي مستقبلي , سلطات مستقلة , عمليات الخصخصة)<sup>1</sup> .

### ث. ملامح الانتعاش:

و قد أدى تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي إلى نتائج إيجابية عديدة , إذ تشير البيانات التي أصدرها معهد الدولة التركي للإحصاء عن أحوال الاقتصاد التركي عام 2005 إلى أن ثمة طفرة كبيرة تحققت خلال (2002 \_ 2005) و من أبرز هذه

<sup>1</sup> - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص 205.

البيانات خمسة أرقام ذهبية . كما يطلق عليها . تقارن في مجملها بين مؤشرات الأداء الذي حققه الاقتصاد التركي في عام 2002 و ما أصبح عليه في عام 2005 ، و هذه المؤشرات يمكن إيرادها بما يلي<sup>1</sup>:

1. انخفاض معدل التضخم من 70% إلى 7.63%
2. ارتفاع متوسط دخل الفرد من الناتج القومي الإجمالي من 2500 دولار إلى 5000 دولار
3. ارتفاع قيمة الصادرات التركية للخارج من 36 مليار دولار عام 2002 إلى 73 مليار دولار
4. زيادة معدل النمو في الاقتصاد القومي من 5.8% و هي النسبة التي كانت متوقعة عام 2005 إلى 7.6% و هي النسبة التي تحققت فعلا في العام المذكور
5. تسديد 11 مليار دولار من الديون التركية المستحقة لدى صندوق النقد الدولي .

#### رابعا: الأزمة المالية العالمية 2008 و جذورها:

##### 1. جذور أزمة الرهن العقاري

###### أ. نظام بريتون وودز وبداية الأزمة:

يتسم التاريخ الممتد ما بين عامي 1945 ولغاية 1970 بتغيرات متعددة غلا أنه يمكن القول إنها تميزت بالهدوء النسبي في مجال المدفوعات الدولية بخاصة إذا ما قورنت بالممتدة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية. ويمكن إيضاح ذلك من خلال بعض المؤشرات الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر في التوازن الاقتصادي العالمي فقد زاد الناتج القومي الإجمالي للو.م.أ بمقدار 40% عن مثله في دول أربا الغربية مجتمعة. في حين أن مجموع مبادلات دول أوروبا الغربية مع سائر دول العالم ازداد بمقدار 22% عن مبادلات الو.م.أ مع تلك الدول. أما على مستوى المعاملات الدولية والمدفوعات فنجد أن هناك تحولا تدريجيا في الأهمية النسبية لكل من الو.م.أ ودول أوروبا الغربية. إذ كانت تعاني دول أوروبا الغربية من عجز ميزان مدفوعاتها ومن تضخم نقدي حاد ، في حين نجد أن فائضا في ميزان المدفوعات للو.م.أ قد تحقق . ولكن بعد ما تفاقم حرب الفيتنام انعكست جميع المؤشرات الاقتصادية السابقة. فقد سجل ميزان المدفوعات الو.م.أ عجزا وتعاني من التضخم قياسا بالدول الأوروبية، لذلك يمكن تقسيم تلك المدة إلى ثلاث مراحل<sup>2</sup>:

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص 205  
2 - صلاح حسن ، أسباب انهيار الإقتصاد العالمي وسبل مواجهته، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2011، ص ص 25 - 27.

**1- المرحلة الأولى : مرحلة ندرة الدولار (1945-1952) :** لقد عانت الدول الأوروبية من مخلفات الحرب العالمية الثانية وبخاصة الانخفاض في إنتاجها الصناعي والزراعي والتضخم، ولم يكن أمام تلك الدول إلا الو.م.أ في سبيل الحصول على احتياجاتها من المواد الغذائية والأولية والمنتجات المصنعة وبالتالي حدث عجز واضح في ميزان مدفوعات تلك الدول. من أجل معالجة هذا الوضع أعلن الجنرال مارشال مشروعه الشهير بتقديم معونات عاجلة للدول الأوروبية ابتداء من سنة 1947 إلا أن الأوضاع سرعان ما انقلبت بعد سنة 1950 عند اعلان الحرب الكورية وتراجعت المعونات بشكل كبير من الو.م.أ إلى دول أوروبا الغربية وحقق ميزان المدفوعات الأمريكي ولأول مرة عجزا قدره 3.5 مليارات دولار في سنة 1950.

**2- المرحلة الثانية: مرحلة الانتقال (1952-1958):** خلال تلك المدة زاد الإنتاج الأوروبي بمعدل كبير فيما زاد معدل الادخار وتكوين راس المال نتيجة الزيادة الكبيرة في معدلات الاستثمار واقترن التوسع الأوروبي الذي فاق مثيله في الو.م.أ على الرغم من العجز في ميزان مدفوعاتها أية إجراءات للحد من هذا العجز. ولذلك تناقص رصيدها من الذهب بين سنتي 1952 و1957 بمتوسط 260 مليون دولار سنويا وازدادت الأرصدة الدولارية لغير المقيمين بأكثر من مليار دولار. فيما استطاعت الدول الأوروبية من زيادة النفقات الجارية المستحقة بالدولار ومن السماح بتحويل عملاتها بالدولار.

**3- المرحلة الثالثة: مرحلة وفرة الدولار (1959-1969):** استمر النمو الاقتصادي في معظم الدول الأوروبية وبمعدل سريع دون أن تصاحبه ضغوط تضخمية في بداية تلك المرحلة بالرغم من الفائض الخارجي الكبير إلا أن الو.م.أ عانت كثيرا من عجز ميزانها التجاري بالرغم من التدابير التي اتخذتها لإخفائه أو تمويله. وكان هناك اتجاه إلى إلقاء مسؤولية الاختلال على عاتق دول أوروبا الغربية بدعوى أن عملاتها مقومة دون قيمتها الحقيقية في حين أن الدولار الأمريكي مقوم بأعلى من قيمته الحقيقية. لذلك أصبحت الدول الأوروبية مركزا لجذب الأموال الأمريكية واعتبر بعض الاقتصاديين هذه الحركة وبخاصة من رؤوس الأموال الخاصة سببا رئيسا في زيادة الاختلال في ميزان المدفوعات الأمريكي. وقد أدى أيضا التدخل الأمريكي الواسع في الفيتنام ابتداء من سنة 1965 إلى عجز كبير في الميزانية أدى إلى زيادة حدة التضخم فيها، مما أسهم في ارتفاع الأجور والأسعار بشكل كبير وخلق هبوط في فائض ميزان المدفوعات الجارية مع العالم الخارجي ، وأصبحت الو.م.أ تعتمد بشكل كبير على جذب الاستثمارات الأجنبية نحو الداخل.

**ب. النظام النقدي الجديد:** عندما أعلن الرئيس الأمريكي نيكسون في أواسط شهر أوت في عام 1971 وقف تحويل الدولار إلى ذهب فضلا عن تدابير أخرى أهمها فرض ضريبة إضافية على الواردات بواقع 10% بقصد تصحيح عجز الميزان التجاري وتجميد الأسعار والأجور لمدة ثلاثة أشهر في محاولة لكبح التضخم ولاشك أن هذا الإعلان كان نهاية عهد مؤتمر بريتن وودز بعد تصاعد المضاربة ضد الدولار ابتداء من سنة 1970 بعد فشل سياسة مكافحة الانكماش التي بدأت

الو.م.أ تطبيقها منذ سنة 1970 مما زاد من فقدان الثقة في الدولار. وقد أدركت السلطات النقدية في جميع الدول الطابع المؤقت لسياسات أسعار صرف العملات التي تحددت في تلك المدة من خلال المضاربات ولم تعتمد على الأسواق في استعادة التوازن دون تدخل، بل كان تدخل البنوك المركزية هو الذي أعاد تقويم أسعار الصرف وتقييد المضاربات على جميع العملات الرئيسية ن مما دعا جميع الأطراف إلى عقد اجتماع يضم الدول العشر (الو.م.أ وكندا واليابان والدول الأوروبية) الذي انتهى بعقد اتفاقية واشنطن لتحديد أسعار التعادل الجديدة<sup>1</sup>.

إلا إن أهداف اتفاقية واشنطن لم تنجح في إعادة الثقة في أسعار التعادل ولم يحدث التدفق لرؤوس الأموال من أوروبا واليابان إلى الو.م.أ الذي كان متوقفا في بداية سنة 1972 ، وبالتالي حدثت ثلاث أزمات نقدية متعاقبة أدت إلى زعزعة الثقة في الاتفاقية، الأولى في سنة 1972 انتهت بتعويم الجنيه الإسترليني والثانية في سنة 1973 أيضا انتهت بتعويم الليرة الإيطالية والثالثة في السنة نفسها عندما قررت الحكومة السويسرية تعويم الفرنك. لقد انعكس ذلك واضحا في العجز المالي في أغلب دول العالم سنة 1975 وحتى سنة 1979 فقد ارتفع العجز كنسبة من إجمالي الناتج القومي في كل من (النمسا، بلجيكا، كندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، إيطاليا، اليابان، هولندا، المملكة المتحدة، الو.م.أ) إذ بلغ على التوالي (2.5، 4.7، 2.4، 2.2، 3.4، 5.7، 3.4، 11.7، 2.7، 3.0، 4.5، 4.2) بعدما كانت سنة 1970 على التوالي (2.0، 2.0، 0.9، 0.9، 0.9، 0.2، 0.1، 5.0، 1.9، 0.8، 3.0، 1.1). فليس من الغريب أن تظهر الإحصائيات الرسمية إخفاقا لأغلب 500 شركة صناعية في الو.م.أ في إيجاد وظيفة واحدة إضافية ما بين سنتي 1975 و1990 وانخفض نصيبهم في القوة العاملة المدنية من 17% إلى أقل من 10% على الرغم من أن الو.م.أ كانت تضيف أكثر من 18 مليون شركة سنويا إلا أن معظم الوظائف الجديدة التي تخلق داخل الاقتصاد الأمريكي تأتي من الأعمال الصغيرة<sup>2</sup>.

لقد دخل الاقتصاد الأمريكي عقد الثمانينات بمعدل نمو سالب وعجز ميزان المدفوعات بحدود 8.9 مليارات دولار ومعدل بطالة وصل إلى 7.6% ومعدل تضخم 13% إلا أن السياسة الاقتصادية الأمريكية اختلفت بشكل كبير بعد تسلم الرئيس ريغان الرئاسة الأمريكية التي اتجهت نحو تطبيق بما يعرف اقتصاديات جانب العرض. لكن هذه السياسة لم تستطيع انتشارا الاقتصاد الأمريكي من الكساد الذي حصل في الأعوام (1974-1975) و(1980-1983) عندما تفجر كساد اقتصادي جديد وشامل في أثناء الانتقال من عقد الثمانينات على عقد التسعينات ، فقد انخفض الإنتاج العالمي بمعدل 8.5% في سنة 1990 بعد أن كان يقدر بنحو 4.5% في سنة 1988. وانخفضت حصة الفرد من الناتج العالمي إلى

1 - دايف كانساس، نهاية وول ستريت ، ترجمة : جوان صغير فغالي، دار الكتاب العربي، لبنان 2010 ، ص 15.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 16.

0.3% في سنة 1990 بعد أن كان يقدر بنحو 2.7% في سنة 1988 ويعد هذا أول مرة ينخفض فيها الإنتاج العالمي منذ الحرب العالمية الثانية.

وخلاصة القول عن النظام الاقتصادي الجديد قد أدخل النظام الرأسمالي في مرحلة ركود أو كساد دائم يتخلله انتعاش ورواج مؤقتان لذلك بدأ الرأسماليون في محاولات إطالة مدة الانتعاش لأكثر مدة ممكنة أو تأجيل حدوث الأزمة. وفي حالة حدوثها سيستخدمون كل ما لديهم من سياسات ليقفلوا من فعل تلك الأزمة وتأثيرها وتداعياتها على النظام الرأسمالي. لذلك أطلقت الليبرالية الجديدة التمسك بحرية السوق وحرية التنقل وتحقيق الرخاء للشعوب وكان أهم مظاهر تلك المبادئ محاولة رأس المال الاحتكاري للدول الكبرى بتصفية جميع العقبات الواقعة في طريقه من خلال استخدام الموارد الطبيعية والبشرية الموجودة في أنحاء دول العالم. وعلى سبيل المثال فقد حقق الاقتصاد الأمريكي والياباني نموًا خلال بعض السنوات خلال عقدي الثمانينات في حين كان الركود الاقتصادي يهيمن على أمريكا اللاتينية وأوروبا. ولقد أثبتت البيانات إن هذا النمو كان بفعل وفرة دول العالم الأخرى إذ أن 24% من المدخرات السائلة للو.م.أ سنة 1984 كان مصدرها من الدوافع الآتية من الخارج وأن 30% من العجز الأمريكي قد تم تمويله برؤوس أموال يابانية، كما أسهم اختيار المعسكر الاشتراكي في تجديد أفكار الليبراليين الجدد في أن النظام الرأسمالي وآلياته قادر على قيادة العالم ضمن نظام اقتصادي واحد بوصف الصراع ما بين القطبين كان في جزئه الأكبر اقتصاديا والذي حسم لصالح الرأسمالية فبرزت المحاولات في إعادة هيكلتها وبناء أركانها من خلال تفعيل منظومة الاقتصاديات المتحولة لتوفير قدرة شرائية قادرة على استيعاب العرض السلعي المتعاظم للإنتاج الرأسمالي المعتمد على التكنولوجيا الحديثة على وفق آخر الاكتشافات العلمية المبتكرة التي أسهمت في تفاقم أعداد البطالة الذي يعادل 10.7% من قوة العمل في دول الاتحاد الأوروبي و3% في اليابان بسبب انخفاض معدلات النمو الاقتصادي خلال عقد الثمانينات<sup>1</sup>.

وهكذا أصبح أن أزمة النظام الرأسمالي يمكن تجاوزها بتصدير الأزمة من خلال جعل الأطراف الرأسمالية تمثل نقاط احتياضية لامتناص الاختلالات التي تحدث في مراكزها، لذلك نجد لستر ثرو Laster Thourou يقول إن عند كل اختلال تكون هناك نقطة تعادل مختلفة عن التي سبقتها ويشبه نقطة التعادل بالبركان الذي يحدث نتيجة اختلال في الصفائح البنيوية في الأرض من خلال ما يأتي<sup>2</sup>:

- إن العالم أصبح كله جزءا من النظام الرأسمالي وهو متأثر لا محال بكل السمات والظواهر الرأسمالية.
- إن نقطة التعادل يمكن أن تكون في أي مكان أي يمكن أن تحدث في أطراف الرأسمالية وليس في مركزها.

1 - دايف كانساس، مرجع سبق ذكره، ص ص : 20 - 22

2 - نفس المرجع السابق، ص 25.



لذلك ظهرت إلى حيز الوجود مؤسسات بريتن وودز بعد الفراغ الذي حصل في عملها في مساعدة البلدان الأعضاء فيها وفرض شروطها على الدول المحتاجة لموارد هذه المؤسسات من خلال سياسات التثبيت والتكيف الاقتصادي التي يمكن حصرها في المجالات الآتية<sup>1</sup>:

- ✓ تخفيف المخاطر واستيعاب الإخفاقات في الأسواق المالية.
- ✓ العمل على ضم أطراف جدد للأسواق المالية العالمية.
- ✓ تحرير حساب رأس المال للدول الأعضاء.
- ✓ خفض دور الدولة للاستجابة للتطورات الاقتصادية العالمية.
- ✓ تشجيع الاستثمارات الأجنبية الخاصة عن طريق الضمانات التي قدمها البنك للمستثمرين.
- ✓ تنمية التجارة الدولية من خلال تمويل الدول الأعضاء.

ت. توقع أزمة 2008:

رغم خشية بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم Shiller , Case & Paul Krugman من وقوع ظاهرة الفقاعة منذ 2003 وإشارة بعض الدراسات الصادرة في 2004 من طرف الاحتياطي الفدرالي إلى عدم ارتباط ارتفاع أسعار العقار بتطور الأساسيات الاقتصادية (خاصة الديموغرافية إلا في حالات استثنائية قليلة) فلم تشكل هذه المواقف إجماعاً. وخشية من وقوع أزمة توقع العديد من الخبراء صعوبة التحكم مستقبلاً في الدين العام للو.م.أ. واختيار الاقتصاد الأمريكي، ففي 18 أوت 2004 صرح مارتن وولف أن أمريكا تتجه نحو الانهيار وفي 21 ديسمبر 2004 تنبأ نورييل روبيني Nouriel Roubini باختيار الدولار في 2005 وإلى أقصى حد في 2006 كما تنبأ البعض بتباطؤ الاقتصاد الأمريكي بسبب ارتفاع أسعار المواد الأولية والمنتجات الغذائية واتجه عدد قليل من الخبراء إلى أن التنبؤ بأن انطلاق الأزمة سيكون بفعل الدين العقاري للأفراد الأكثر هشاشة في الو.م.أ.<sup>2</sup>.

وتعد الدراسة التي قدمها نورييل روبيني من أبرز توقعات الاضطراب المالي العالمي الذي أدى إلى ركود والذي قسم وفقها الأزمة إلى 12 مرحلة<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> - دايف كانساس ، مرجع سبق ذكره، ص 55.

<sup>2</sup> - Patrick Artus et Al. , La crise des subprimes ,Conseil d'analyse économique, La documentation française, Paris 2008, p 25.

<sup>3</sup> - Ibid , pp :26-27.

- حدوث ركود عقاري حاد في الو.م.أ يؤدي إلى انخفاض الأسعار ب 20% أو 30% وتجد العديد من العائلات نفسها في حالة ملكية سلبية.
- ظهور خسائر جديدة تفوق التوقعات الأولية في القروض العقارية عالية المخاطر مما يقلص قدرة البنوك على تقديم القروض.
- امتداد أزمة ندرة القروض من القروض العقارية إلى جزء كبير من قروض الاستهلاك كالقروض المتعلقة ببطاقات القرض وقروض السيارات واقتراضات الطلاب.
- تدهور التنقيط المقدم من طرف شركات التأمين أحادية النشاط يعقبها تدهور الأوراق المالية المدعومة بأصول.
- انهيار القطاع العقاري التجاري.
- خسارة بنك كبير محلي أو إقليمي.
- ظهور خسائر كبيرة على عمليات الشراء بالاقتراض.
- عجز المؤسسات الذي يؤدي إلى خسائر قد تصل إلى 250 مليار وقد تمتد هذه الخسائر إلى وكالات التأمين.
- انهيار صناديق الاستثمار والمؤسسات غير المنظمة مع صعوبة معالجة هذه الأخيرة هذا لعدم قدرتها على الحصول على قروض من البنوك المركزية.
- استمرار انخفاض أسعار الأسهم وانهيار صناديق المضاربة.
- اختفاء السيولة في عدد كبير من الأسواق المالية والمتسببة في فقدان الثقة في الملاءة Solvabilité .
- الدخول في مرحلة حلقة مفرغة من الخسائر، انخفاض راس المال، تقلص القروض ، تصفية إجبارية وبيع استعجالي للأصول، وهذا ما حدث فعلا في أزمة 2008 حيث انحارت الأسواق المالية وامتدت التداعيات إلى القطاع الحقيقي.

## 2. أسباب الأزمة المالية العالمية:

توجد عدة أمور تفاعلت في انفجار الأزمة المالية العالمية تتمثل فيما يلي:

### أ. عولمة الأسواق:

أدت المنافسة العالمية إلى تجاوز الحدود الجمركية والسياسية بين الدول بعد توسع نطاق السوق واتساع العولمة لتغطي معظم أرجاء كوكبنا وتهاقت كافة دول العالم على الدخول إلى المنظمة الدولية للتجارة وهذا ما أدى إلى زيادة نفوذ الشركات متعددة الجنسيات وسيطرتها على أسواق العالم وما يعنيه ذلك من الحد من حرية المنافسة، وقدرة هذه الشركات المتعددة الجنسيات من رسم الأسعار والتحكم بالإنتاج والتوزيع عبر أنحاء العالم. وقد أدى ذلك إلى التأثير سلباً على المشروعات الصغيرة والمتوسطة

وعدم قدرتها على الصمود في وجه الشركات العظمى، وهذا ما أدى بطبيعة الحال إلى تفتت شرائح من الطبقة الوسطى لتنضم إلى شريحة الفقراء التي تتعاضد باستمرار على مستوى العالم كله. وبالرغم من أن غالبية هذه الشركات متعددة الجنسيات أمريكية الجنسية إلا أن هدفها هو تعظيم الأرباح دون التقيد باعتبارات وطنية أو سياسية، وهذا ما دفعها إلى نقل استثماراتها إلى آسيا حيث تنخفض أجور اليد العاملة ومعدلات الضرائب مما يؤدي إلى زيادة الأرباح وقد أدى تمركز هذه الشركات في الصين الشعبية في العقدين الماضيين إلى تحقيق الصين أعلى معدلات للتنمية. حيث اعتمد المستهلكين الأمريكيين على منتجات مصنوعة في الصين، وتزايد البطالة في أمريكا نفسها بالإضافة إلى تفشي الكساد في قطاعات اقتصادية عديدة<sup>1</sup>.

### ب. ارتفاع أسعار النفط:

وقد عملت هذه الشركات على رفع أسعار النفط تدريجياً مما زاد من تكاليف المعيشة في كافة أنحاء العالم، حيث وصل سعر البرميل إلى 150 دولار للبرميل مما أدى بدوره إلى ارتفاع أسعار الحبوب وغيرها من المواد الغذائية مما هدد عشرات الملايين في العالم بالمجاعة، ورفع من معدلات الكساد التي يعيشها الاقتصاد الأمريكي<sup>2</sup>.

ت. **تضخم السيولة:** نتيجة ارتفاع أسعار النفط وأسعار جميع السلع والخدمات، زاد فائض السيولة لدى المصارف الأمريكية والأوروبية مما أدى إلى مشكلة التضخم للسيولة أي حبس الأموال لدى المصرف دون عائد ولذلك أدت السيولة الزائدة إلى مزيد من القلق على الأرباح لدى المسؤولين عن المصارف خاصة في ظل عدم وفرة مقترضين مؤهلين بدرجة مناسبة تتوافر فيهم شروط الائتمان السليمة، الشيء الذي أدى بهؤلاء المسؤولين بالتراخي في شروط منح الائتمان ومنح القروض العقارية والضمان الوحيد هو رهن العقار ومع انخفاض سعر الفائدة في الو.م.أ خلال الفترات الأولى من منح القرض وحالة الازدهار ظهر ما يمكن أن نسميه "الفقاعة العقارية" فقد ارتفعت أسعار العقارات في معظم دول العالم بشكل مخيف مما أدى إلى زيادة الاستثمارات في العقارات ليس بغرض السكن وإنما بغرض المضاربة ومع قيام بعض المؤسسات المالية الأمريكية بتوريق الديون العقارية وتحويلها إلى سندات مغطاة بأصول ثم بيعها إلى شركات استثمار أو مؤسسات مالية أخرى في أوروبا وآسيا وتداولها في البورصات العالمية وعودة الأموال مرة أخرى إلى المصارف في صورة إيداعات ثم يتم منحها كقروض في القطاع العقاري مرة أخرى إلى مقترضين جدد وبالتبعية تتحول إلى سندات تباع في البورصات ثم تعود إلى المصارف (دائرة مغلقة) وهكذا تحول الاقتصاد الحقيقي المتمثل في الأمور المادية والحقيقية مثل: العقارات، المشروعات، المصانع، الأدوات المالية الأصلية مثل ( الأسهم، السندات) إلى اقتصاد ورقي خاصة مع المضاربة من خلال المشتقات المالية حيث بلغ الاقتصاد الورقي أكثر من

1 - محمد عبد الله المومني - دور الأبعاد السلوكية لإدارت الوحدات الاقتصادية في القياس والإفصاح المحاسبي في حدوث الأزمات المالية - كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا - كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - جامعة الجزائر - 09/08- ديسمبر 2009.  
2 - نفس المرجع السابق.

عشرة أضعاف الاقتصاد الحقيقي. فالرهن العقاري في الو.م.أ تحول إلى رهن العالم تحت رحمة أسعار العقارات في الولايات المتحدة نظرا لأن الاقتصاد الأمريكي يمثل أكثر من نسبة 25% من الاقتصاد العالمي<sup>1</sup>.

ث. عجز الموازنة الأمريكية وتركز الثروات:

اتجه العديد من الخبراء إلى تقديم تفسيرات أخرى للأزمة ، فتم التركيز على التباين في الدخل وفي هذا السياق اعتبر مارتن وولف Marten Walf أنه من غير الممكن أن تؤدي مختلف الاختلالات في عمليات التوريق للرهن العقاري إلى إحداث أزمة بهذا الحجم دون توفر سبب أكثر عمقا ألا وهو العجز الهيكلي الأمريكي الذي خلق كتلة لرأس المال ، كما لم تنتج الأزمة نتيجة الهشاشة المالية والأخطاء التي ارتكبتها أكبر البنوك المركزية بل نتجت عن الاختلالات الاقتصادية الكلية العالمية وبشكل خاص التدفق القوي لاحتياطات راس المال المتأتية من الاقتصاديات الناشئة الآسيوية (خاصة الصين) وصادرات بتول بعض الدول ذات الدخل المرتفع. ونظرا لضعف الميل التضخمي فقد مارست السلطات النقدية سياسة ذات معدلات منخفضة مما أدى إلى المضاربة في البورصة والعقارات فتمعمقت الاختلالات المالية العالمية وتعززت عن طريق الترابط الدولي.

انطلاقا من هذه الرؤية فإن البنوك المركزية والأسواق المالية ، قد تفاعلت مع المحيط الاقتصادي العالمي ، ذلك أن الإفراط في الإدخار لم يؤدي فقط إلى معدلات فائدة حقيقية منخفضة بل خلق عرضا مقابلا لطلب الدول المستوردة لأس المال والتي تتأسسها الو.م.أ ، وفي هذا السياق يرى مارتن وولف أن الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لم يستطيع تجنب ما كان يبدو كسياسة نقدية توسعية، أما الوسيلة الوحيدة التي كان يتوفر عليها لدعم الطلب الداخلي في مستويات مرتفعة لمواجهة تدفقات رأس المال (الدولة والقطاع الخاص) فهي المحافظة على ازدهار القروض ، وبهذا لعبت الاختلالات الاقتصادية دورا مهما في تحديد قرارات السياسات النقدية والإفراط في الدائرة المالية وبالأخص قطاع التوريق.

ومن جهته يرجع Paul Jorion الأسباب الرئيسية للأزمة الأخيرة إلى عدم تساوي الدخل والعجز الأمريكي ورأى أنه لا يمكن أن ينتج الضرر من فكرة أن تصبح العائلات مالكة لمساكنها ومن فكرة إصدار الدولة الأمريكية للسندات وتساءل عن النسبة القصوى للإفراد الذين يمكن أن يكونوا مالكين لمساكنهم حيث أن 50% من السكان يتقاسمون 2.8% من الثروة و 32.7% من الثروة يتقاسمها 1% من السكان الأكثر ثراء<sup>2</sup>.

ويوافق في هذا الرأي Paul Krugman الذي يرى أن الو.م.أ عرفت منذ 1970 فرقا كبيرا في الدخل نتج عنه تراجع مجتمع الطبقة الوسط حيث وزعت أرباح النمو الاقتصادي بطريقة متباينة، لم يرتفع الدخل الحقيقي للفئة المتوسطة سوى

1 - طارق عبد العال حماد - مرجع سبق ذكره - ص 19.

2 - Paul Jorion, La bulle ou l'enfer pavé de bonnes intensions, In(  
http://contreinfo.info/article.php3?id\_article=1813 (24/12/2016))

13% بين 1979 و 2005 أما بالنسبة ل 0.1% للفئة الأكثر ثراء فارتفعت ب 296%. وفي حين يرجع العديد من الخبراء سبب ارتفاع التفاوت في الدخل إلى النتيجة الحتمية للعملة والتطور التكنولوجي وبجمل كروجمان الدور الأساسي الذي لعبته السياسة في هذا التفاوت منذ 1970<sup>1</sup>.

وفي هذا السياق يرى جاك أتالي Jaques Attali أن إحدى الأسباب الرئيسية للأزمة هو ارتفاع نسبة الأرباح من الدخل الوطني وبالخصوص أرباح القطاع المالي، حيث مثلت 14% سنة 1960 من أرباح المؤسسات الأمريكية فانتقلت إلى 39% سنة 2008 مع استحواذ الأقليات على الثروات وعلى نصف الأملاك الناشئة من 1990 إلى 2006 ، مما أدى إلى عدم تساوي الدخل وهذا ما أثر سلبا على القيمة النسبية للأجور رغم ارتفاع معدلات نمو الاقتصاد الأمريكي. والسؤال الذي يطرح ، كيف يعجز اقتصاد ما عن ضمان نمو عوائده وهو ينمو بمعدل 5% ، فضلا عن هذا فقد تراجع الأجر المتوسط للفرد الأمريكي عما كان عليه في 1979 ويمكن ملاحظة حدة هذا الانخفاض لدى 20% من الأفراد الأكثر فقرا ولم تقتصر هاته التحولات على الو.م.أ بل امتدت إلى الدول الأخرى ، فعلى سبيل المثال عرفت القدرة الشرائية لمؤشر البورصة في فرنسا خلال عشرين سنة الأخيرة نموا قدر ب 120% أما بالنسبة للأجور فلم ترتفع سوى ب 15%<sup>2</sup>.

وبهذا الصدد يمكن إدراج المعطيات التالية فقد حققت الدول الناشئة ادخارا معتبرا وفائضا في الميزان التجاري ابتداء من سنة 2002 والذي بلغ 680 مليار دولار سنة 2006، في حين سجل الميزان التجاري الأمريكي عجزا تجاوز 780 مليار دولار لنفس السنة ، وقد بلغ العجز في ميزان المدفوعات للو.م.أ 6.2% من الناتج الداخلي الخام وحوالي 5.7% سنة 2007، يساوي هذا العجز تقريبا الفائض الميزاني للصين الذي تجاوز 9% من الناتج الداخلي الخام سنة 2006 و 11% سنة 2007، وبهذا تكون قد تغيرت المعطيات المالية الدولية وأصبحت الدول الناشئة دائنة للدول الكبرى خاصة الو.م.أ مستحوذة على ثلاثة أرباع الاحتياطي العالمي الذي قدر ب 3000 مليار دولار سنة 2006 حيث تستحوذ الصين لوحدها على أكثر من 1400 مليار دولار<sup>3</sup>.

وفي هذا المجال يقدم الاقتصادي Paul Craig وجهة نظر أخرى مفسرة للأزمة وهي إعادة التوطين Délocalisation في الو.م.أ حيث تم نقل الأنشطة ذات القيمة المضافة العالية مثل البحث والتطوير ومراكز البحث والهندسة وتحويلها إلى الخارج ، ولم يبق سوى المال الذي أخذ في الانهيار. وقد أدى هذا إلى وضع حد لمداخيل الأفراد باستثناء الأثرياء حيث سمح البحث عن الأرباح بالنسبة للمساهمين، وعلاوات المردودية بالنسبة للمسيرين إلى تخلص المؤسسات الأمريكية من اليد العاملة

<sup>1</sup> - بول كروجمان ، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>2</sup> - Jacques Attali, la crise et après ?, Fayard, Paris , 2008, p 45.

<sup>3</sup> - عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية ، أزمة Subprime ، Légende ، الجزائر، 2009 ، ص25.

الأمريكية، وقد أدى اختفاء العمالة ذات الأجور العالية إلى ارتفاع مسؤولية العائلات الأمريكية ، وإن رجوع السلع والخدمات المعاد توطينها إلى داخل أمريكا بغرض بيعها، عمق العجز التجاري إلى مستوى غير معقول<sup>1</sup>.

ج. ارتفاع المديونية: رافق هذا التحويل في الثروات تأثيرا هاما على الطلب ، فلم تعد تتمتع الفئة الوسطى الأوروبية والأمريكية بنفس القدرة على الاستهلاك كالسابق، فضلا عن ارتفاع نسبة الشيخوخة المؤثرة سلبا على الطلب حيث ينخفض متوسط الاستهلاك لدى الفرد ابتداء من سن الخمسين. وللحفاظ على النمو بدون إعادة النظر في توزيع الثروات توجب المحافظة على الطلب دون رفع الدخل مع تحفيز الطبقة الوسطى على الاستدانة ، وهذا ما قرر فعله المجتمع الأمريكي انطلاقا من بداية سنوات الثمانينات عن طريق بطاقات القرض للاستهلاك الجاري وقروض الرهن العقاري للحصول على السكنات وهكذا يمكن القول إن الارتفاع الكبير للمديونية ولجوء الأعوان الاقتصاديين إلى الاقتراض كان بهدف سد العجز في الطلب الكلي الناتج عن التراجع الكبير في كتلة الأجور من جهة، والعجز المزدوج المزمع من جهة أخرى. وقد ارتفع الدين العمومي ومديونية العائلات والمؤسسات الاقتصادية في الو.م.أ فازداد مخزون الدين العام من 996 مليار دولار عند مطلع سنة 1980 إلى 5400 مليار دولار سنة 1992 وقدر هذا الأخير في عهد الرئيس جورج بوش 10000 مليار دولار بسبب التخفيضات الضريبية على المؤسسات وزيادة الإنفاق العسكري على الحروب التي خاضتها في أفغانستان والعراق<sup>2</sup>. يمكننا تحليل المديونية الأمريكية للسنوات الأخيرة من تقدير الارتفاع المتنامي للضعف الذي أصاب اقتصادياتها منذ 1980 والتي قدرت ب 160% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1980 ، وارتفعت إلى 264% بداية 2007 ، ما يعادل 35807 مليار دولار خارج عملية التوريق أما مديونية العائلات فقدرت 13100 مليار دولار من هذا المجموع ، مع نسبة 10000 مليار من قروض الرهن العقاري السكنية، وهذا ما جعله يلعب دورا هاما في الأزمة الأخيرة (بلغ الرهن العقاري للعائلات الأمريكية 120% من الناتج المحلي الإجمالي في بداية 2007<sup>3</sup>).

وبالفعل تطور الاقتصاد الأمريكي اصطناعيا بسبب الإفراط في المديونية لكل الأعوان الاقتصاديين من الدولة الفدرالية والأفراد من خلال القروض الرهن العقاري والمؤسسات عن طريق توريق القروض والنتيجة أن هذا الميكانيزم سمح بتدعيم المديونية حتى انطلقت أزمة الرهن العقاري عالية المخاطر سنة 2007. نستخلص من هذا أن المديونية لم تقتصر على سوق الرهن العقاري الأمريكي بل كانت في قلب النظام المالي العالمي ، وكانت من أبرز جذور الفقاعة. وعليه تعتبر هذه الاختلالات اقتصادية كلية ، أقرت الهشاشة التي أخفتها نجاحاتها المتمثلة في تحرير الأسواق المالية وتكامل الاقتصاديات والإجراءات المتخذة من طرف

<sup>1</sup> - Paul Craig Roberts , L'économie américaine à vau -l'eau ;  
In([https://www.contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2170\(26/12/2016\)](https://www.contreinfo.info/article.php3?id_article=2170(26/12/2016))).

<sup>2</sup> - بهية بوكروح ، الإضطراب المالي العالمي- أزمة مطلع القرن الحادي والعشرين، مقامات للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص 74.

<sup>3</sup> - André Icard, La crise financière – une autre crise ou une crise « autre » ?;In(L'année des professions financières, Association d'économie financière,Paris,2009,P27) .

البنوك المركزية لمحاربة التضخم وهذا ما يطلق عليه مفارقة السلام<sup>1</sup> Paradoxe Tranquillité ، وهكذا يستفيد الأعوان الاقتصاديون والمؤسسات من النمو ومعدلات الفائدة المنخفضة للإقراض فيرتفع الاقتراض إلى حد يتجاوز المعقول وبعودة ارتفاع معدلات الفائدة كنتيجة للانكماش النقدي تصبح المديونية غير محتملة. وفيما يخص الأزمة الأخيرة فقد ازدوجت مقارقة السلام مع مفارقة المصدقية (Borio & Shin) حيث عززت محاربة التضخم مصداقية البنوك المركزية وأدت إلى مديونية مفرطة وارتفاع البحث عن المردودية<sup>2</sup>.

### ح. ضعف رقابة المصرف الاحتياطي الفدرالي:

إن الحكومة الأمريكية سبق أن أعفت مصرف (Lehman Brother's) من رقابة المصرف الاحتياطي الفدرالي، بدعوى أهمية هذا المصرف من الجانب الاستثماري وخاصة دعم قروض السكن، كما أن المصارف الأمريكية لا تخضع لقواعد بازل الولية حرصا من الحكومة الأمريكية على حرية العمل المصرفي وسريته<sup>3</sup>.

خ. الاختلالات المالية: تعكس الأزمة الأخيرة ظاهرة التقييم السيئ للمخاطر من طرف المؤسسات المالية والمستثمرين والمنظمين ووكالات التصنيف الائتماني في ظل الوفرة المالية والابتكارات المالية وتغير النموذج البنكي.

1- البحث عن المردودية والتوسع النقدي: بعد انهيار قيم البورصة ابتداء من سنة 2000 اضطر الوسطاء الماليون إلى البحث عن توظيفات جديدة عالية المردودية بهدف إرضاء زبائنهم وفي ظل ازدياد منافسة الوسطاء الماليين الجدد خاصة صناديق التحوط تبنت البنوك نوعين من الإستراتيجية: زيادة حجم نشاطها بتسهيل شروط منح القروض وعملية الابتكار. وهذا ما توصلت إليه الدراسة التي أعدها Dell Ariccia, Igan, & Laeven 2008 المتوفرة على قاعدة بيانات أساسية باستعمال سجل الطلب على قروض الرهن العقاري للعائلات الأمريكية في الفترة 2000-2006 والتي بينت أن البحث عن مردودية أكبر يشكل أحد العناصر الأساسية المسؤولة عن الأزمة وذلك من خلال إبراز العناصر التالية<sup>4</sup>:

- ارتفاع حجم القروض مرتبط بتراخي شروط الإقراض وبمنافسة قوية بين المؤسسات المالية.
- تراخي شروط الإقراض مرتبط بانتشار عملية التوريق حيث أن تدهور هذه الشروط كان أكبر في المناطق التي ترتفع بها نسبة القروض المورقة.

<sup>1</sup> - عبارة تعود للاقتصادي هيمان منسكي الذي طور في السبعينات فكرة مفادها أن أزمة المديونية المفرطة تتحضر لما تسير الأمور بشكل جيد.  
<sup>2</sup> - Patrick Artus , La crise financière : Causes macroéconomiques ou causes microéconomiques ?, Journée de l'économie, Lyon, 21 Novembre 2008.

<sup>3</sup> - طارق عبد العال حماد - مرجع سبق ذكره - ص 32.

<sup>4</sup> - Patrick Artus , Op.cit.

- توسع أكبر للقروض مرافق لارتفاع أسعار العقار وهذا هو مفهوم المضاعف المالي حيث يبدو أن المؤسسات المالية راهنت على الارتفاع المستمر للأسعار مع فكرة أن المقترضين يمكنهم دائما سداد قروضهم عن طريق بيع العقار.

وفي هذا الإطار أشار "جون تايلور" أنه عادة ما يرد تفسير الأزمات إلى التراكمات النقدية التي تؤدي إلى ازدهار وانحيار حتمي ، أما فيما يخص الأزمة الأخيرة فهي تعبر عن حالة ازدهار أعقبها انحيار سوق العقار واضطرابات مالية في الو.م.أ والبلدان العالمية الأخرى، حيث أرجع السبب الأساسي للأزمة إلى سياسة نقدية توسعية أدت إلى تخفيض معدلات الفائدة.

في ظل وفرة السيولة والعوائد الضعيفة نسبيا في أسواق رؤوس الأموال ، اتجه عدد كبير من المستثمرين المؤسساتيين أو الخواص إلى اقتناء منتجات عوائدها مرتفعة نسبيا، مما ساهم في ارتفاع أسعارها عن طريق التصرفات الجماعية، فسر هذا الارتفاع بتوقع استمرار هذا الاتجاه التصاعدي للأسعار. ولم يتجاهل الخبراء (من مسيري صناديق المعاشات ، التأمينات، ومؤسسات أخرى) أن هذا العائد المرتفع كان مقابل خطر ذو تقييم سيئ، لكن الحصول على عوائد مرتفعة والأمل في التعرض للخطر دون مواجهة الخطر هو الدافع وراء إقدام المستثمرين على هذه العمليات وهذا ما لا يعكس الواقع إذ لا يوجد ربح مرتفع دون التعرض لمخاطر مرتفعة<sup>1</sup>.

2- **عمليات مالية عالية المخاطر:** يعتبر الإفراط في المخاطر الممارس من طرف معظم المتدخلين من مقترضين منشئين ، وسطاء ماليين ،وكالات التصنيف الائتماني أحد العوامل المفسرة لجذور أزمة الرهون العقارية. يعتبر الإفراط في المخاطر الممارس من طرف معظم المتدخلين من مقترضين منشئين ، وسطاء ماليين ،وكالات التصنيف الائتماني أحد العوامل المفسرة لجذور أزمة الرهون العقارية. ن ارتفاع حجم القروض المرفق بزيادة احتياجات رأس المال الخاص للبنك يعد إحدى الركائز الأساسية التي يقوم عليها الإشراف على الجهاز المصرفي وهذا ما يقيد البنوك في عرضها للنقود. لكن هذا الميكانيزم المثبت لم يلعب دورا معتبرا في السنوات الأخيرة فقد تأقلمت المؤسسات المالية بشكل جيد مع هذه الالتزامات عن طريق الابتكار وبصفة خاصة مع تطوير التوريق<sup>2</sup>.

أرجع ستيجليتز الأزمة إلى سوء نية البنوك والمؤسسات ، عن طريق تحويل القواعد المعمول بها ، ورفض كل تنظيم من شأنه إعاقه الابتكار المالي ، وأخفق النظام المالي الأمريكي في مهمتين أساسيتين: تسيير المخاطر وتخصيص رأس المال فلم تقم هذه الصناعة

1 - بهية بوكروخ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 77 - 78.

2 - نفس المرجع السابق، ص ص : 78 - 79.



بما كان ينبغي أن تقوم به مثل خلق المنتجات التي تساعد الأمريكيين على تجاوز المخاطر الأساسية وتسمح لهم بالاحتفاظ ببيوتهم في حالة ارتفاع معدلات الفائدة أو انخفاض أسعار العقار<sup>1</sup>.

اعتمدت اغلب المؤسسات المقرضة لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر على إقراض مفرط غير حذر واحتوت نظام رقابة البنوك والتأمينات في الو.م.أ على العديد من السلبيات حيث يتشكل من مجموعة من الفاعلين الذين يفتقدون إلى تنسيق مؤسساتي ، حيث استطاعت البنوك الاستثمارية المراقبة من طرف لجنة الأوراق المالية والبورصة، أن تجمع أثر رافعة من 30% إلى 40% وعليه افتقد النظام المالي الأمريكي إلى إشراف مالي وبنكي مناسب مما زعزع الاستقرار المالي العالمي<sup>2</sup>.

3- نظام بنكي ذو حدود غير واضحة المعالم: لم يقتصر منح قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في الو.م.أ على الإطار البنكي بل تعدته إلى مجموعة من الوسطاء الماليين ، وبالتالي لم تكن خاضعة لنفس نوعية الإشراف الذي تخضع له البنوك فقد لعبت مركبات الاستثمار المهيكلة دورا مشابها للبنوك فهي تقترض لأجل قصير وتمول منتجات مهيكلة طويلة الأجل ذات أجر جد عال فحققت بذلك أرباحا عالية في فترة وجيزة. ونظرا لعدم خضوعها لنفس الشروط التنظيمية مثل البنوك فقد استحال عليها إعادة التمويل وبالتالي متابعة نشاطها عند تراجع السيولة في الأسواق<sup>3</sup>، وفيما يلي جدول يبين التطور السنوي لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر المورقة.

جدول رقم 10: النسبة المئوية للتطور السنوي لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر المورقة (2001-2006)

السنوات	منشئ القروض (مليار دولار)	إصدار القروض العقارية (مليار دولار)	التوريق (%)
2001	190.00	87.10	46
2002	231.00	122.70	53
2003	335.00	195.00	58
2004	540.00	362.63	67
2005	625.00	465.00	74
2006	600.00	448.00	75

Source : Laure Klein, La crise des subprimes, Edition revue banque, Paris, 2009,p41.

<sup>1</sup>- Joseph Stiglitz, La malhonnêteté des établissements financiers est à l'origine de la crise ;  
In([https://reopen911.wordpress.com/2008/09/17/la-malhonnete-des-etablissements-financiers-est-a-l%E2%80%99origine-de-la-crise-par-joseph-stiglitz\(27/12/2016\)](https://reopen911.wordpress.com/2008/09/17/la-malhonnete-des-etablissements-financiers-est-a-l%E2%80%99origine-de-la-crise-par-joseph-stiglitz(27/12/2016))).

<sup>2</sup> - بهية بوكروح ، مرجع سبق ذكره، ص 79.

<sup>3</sup> - نفس المرجع السابق، ص 80.

## 3. ظهور وانفجار الفقاعة العقارية:

تعود جذور الفقاعة العقارية إلى منتصف تسعينات القرن الماضي فبعد أن بقيت أسعار المنازل تقريبا دون تغيير لمدة مائة سنة من 1895 إلى 1995 وفق دراسة روبر شيلر ارتفعت أسعارها مع ازدهار الاستهلاك انطلاقا من سنة 1995 نتيجة لارتفاع أسعار الأسهم وهذا ما أثر إيجابا على ثروات المتعاملين ودفعهم لشراء المنازل مما أدى على بداية ارتفاع أسعارها.

ويرى البعض أن انفجار فقاعة الإنترنت هو بمثابة بداية الفقاعة العقارية فمع انفجار هذه الفقاعة سنة 2000 فقدت الاستثمارات في قيم البورصة جاذبيتها لصالح الاستثمارات العقارية وانهار مؤشر نازداك المعبر عن القيم التكنولوجية والإنترنت ب 27% في ظرف أسبوعين (النصف الأول من شهر ابريل 2000) فوجد الرأي العام الأمريكي في العقار فرصة للاستثمار أكثر تأكيدا ورجحية من سوق الأسهم مع ارتفاع مستمر لأسعار العقار منذ نهاية 1990.

وقصد مواجهة الركود المحتمل الناتج عن انفجار فقاعة الإنترنت استهل الاحتياطي الفدرالي دورة تخفيض المعدلات الرئيسية ابتداء من 2001 من 6.1% إلى 1% في اقل من ثلاث سنوات مما أدى إلى توسع الإقراض خصوصا قروض الرهن العقاري وأدى إلى ارتفاع الطلب على السلع العقارية

وفي هذا المجال ارجع "ستيغليتز" الأزمة إلى ركود 2001 مع دعم الرئيس السابق لمجلس الاحتياطي الفدرالي "آلان غريسيبان" والرئيس "جورج بوش" الذي خفض الضرائب واستفاد منها الأمريكيون الأكثر ثراء بغرض إخراج الاقتصاد من هذا الركود. وبهذا لم يكن للاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلا هامش محدد لاتخاذ الإجراءات اللازمة للمحافظة على النمو والتشغيل، وخفض معدلات الفائدة إلى 1% وبهذا تحقق النمو الاقتصادي في الو.م.أ بفضل ارتفاع معدلات المديونية ، والواقع أن معدلات الفائدة المنخفضة لم تقدم تحفيزا كافيا للاقتصاد ، فتراخت معايير الإقراض بغرض رفع نسبة الاقتراض وتم ابتكار منتجات مالية وهذا ما غذى نمو قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، وفضلا عن هذا فقد أدى التفاؤل بشأن قروض الرهن العقاري عالية المخاطر إلى تحويل حوالي 90% منها إلى أوراق مالية ذات تصنيف ائتماني مرتفع AAA<sup>1</sup>.

وهكذا ارتفعت أسعار المنازل وبدا الاستثمار في العقار طريقا آمنا مما أدى إلى ارتفاع معدل مالكي المنازل في الو.م.أ لدى مختلف المجموعات العرقية والأعمار لكن ورغم كل هذه الإيجابيات لم يكن هذا التنسيق مثاليا لكل الأفراد وفي كل الظروف. وفي هذا الإطار ووفقا لمعطيات 2008 اعتبرت وكالة "فاني ماي" و"فريدي ماك" (المالكتان ل 5000 مليار دولار من أوراق الرهن العقاري عالية المخاطر) فاعلتان أساسيتان في السوق الثانوي للرهن العقاري مدعمتان نسبيا من طرف الحكومة الفدرالية

<sup>1</sup>- بهية بوكروخ ، مرجع سبق ذكره ، ص 99.

الأمريكية هدفها هو تشجيع توسع القروض إلى بعض القطاعات المهمة في الاقتصاد (التعليم، الزراعة، العقار) وذلك عن طريق ضمان سيولة السوق الثانوي من خلال شراء قروض من المؤسسات المقرضة كما تستجيب إلى المؤسسات المدعومة من طرف الحكومة، الذي ساهم بشكل كبير في نشاط السوق الثانوي للرهون العقارية، وفي الازدهار العقاري للعائلات الأمريكية فتشتري هذه المؤسسات المدعومة من طرف الحكومة القروض من المؤسسات المنشئة تجمعها في مجمعات Pools وتصدر أوراقا مالية مدعومة برهونات عقارية حيث يمثل قطاع القروض العقارية السوق الأساسي لتدخلها، سمحت هذه الوحدات للملايين من العائلات الأمريكية الحصول على الملكية مما ساهم في تشكيل الفقاعة العقارية<sup>1</sup>.

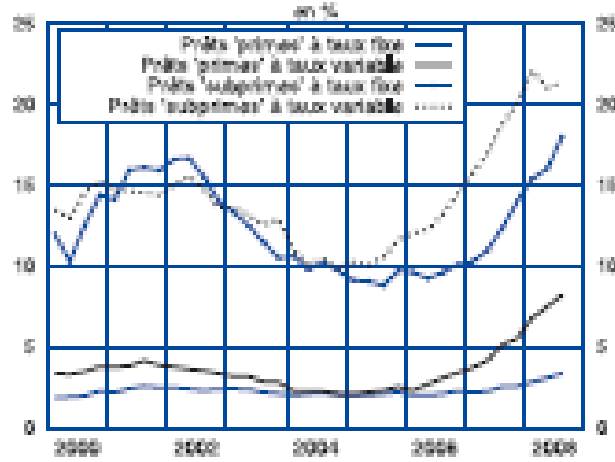
وتعتبر أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر من أهم العوامل التي فجرت الأزمة المالية لسنة 2008 لكنها لم تكن السبب الوحيد فابتداء من 2005 رفع مجلس الاحتياطي الفدرالي معدلات الفائدة التي يفرضها على البنوك بهدف الحد من التضخم، فارتفعت تكلفة الإقراض وانخفض الطلب على العقار وفي نفس الوقت تضاعف العجز عن السداد مما دفع البنوك إلى إعادة بيع عقارها نتج عنه انخفاض عمليات الشراء وارتفاع نسب البيع مما أدى إلى تخفيض أسعار العقارات وقد ظهرت أولى إرهاصات أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر سنة 2006، غالبا ما منحت هذه القروض من طرف سماسة غير خاضعين للتنظيم البنكي لأفراد مواردهم غير كافية لتأمين السداد معتمدين على توقعات ارتفاع قيمة ممتلكاتهم كي تكون ضمانا كافيا أو تسمح بالتخلص من المديونية عن طريق إعادة بيع الممتلكات. لكن الدورة العقارية أدت إلى انقلاب الوضعية حيث تراجعت المؤشرات حسب إحصائيات الثلاثي الثالث والرابع للسداسي الأول من 2006، وارتفع العجز عن السداد في السداسي الأول ل 2006 كما تفاقمت تأخيرات الاستحقاق في قروض أخرى غير قروض الرهن العقاري عالي المخاطر<sup>2</sup>.

وهكذا فإن الأزمة العقارية التي هيمنت على الو.م.أ منذ بداية سنة 2006 يمكن أن تحلل كإحدى الأزمات الدورية المتكررة التي تقع عند اقتراب كل مرحلة جديدة من تراجع الوضعية، فبعد عدة سنوات من النمو الكبير أصبح الحصول على العقار صعبا، فتقلص التعامل في سوق العقار. وبهذا تراجعت قدرة العائلات على الاستدانة وبدأت السياسة النقدية في الانكماش لمواجهة الآثار التضخمية، وباختصار تراجعت الوضعية المالية للعائلات وانخفضت مبيعات العقار والاستثمار العقاري. كما انخفض الاستثمار السكني للأفراد ب 30% بين نهاية 2005 و 2007 وعاد إلى مستواه عام 1998 فانخفض النمو وتراجعت رخص وأشغال البنوك إلى حدود 50% فانخفضت المبادلات بحوالي 60% في العقار الجديد و ب 30% في العقار القديم، كما تراكم المخزون السكني غير المباع (خلال ثلاث سنوات) وتراجعت الأسعار ب 20% في الجديد وأكثر من 10% في القديم.

1 - بهية بوكروخ ، مرجع سبق ذكره ، ص 100.

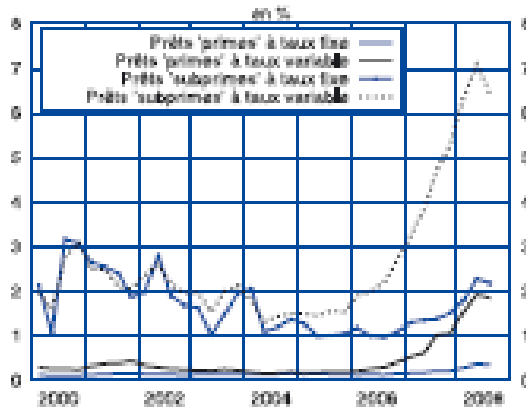
2 - نفس المرجع السابق ، ص 101.

شكل رقم 05: الو.أ. معدل العجز عن السداد حسب الأنواع الرئيسية للقروض



Source : Jean Charles Bricongne et Al., La crise des subprimes .de la crise financière à la crise économique, In ([http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys\\_conj/archives/mars\\_2009\\_d1.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars_2009_d1.pdf)(19/12/2016))

شكل رقم 06: الو.أ. نسبة القروض المندرجة في عملية الجوزانم حسب نوع القروض



Source : Jean Charles Bricongne et Al., La crise des subprimes .de la crise financière à la crise économique, In ([http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys\\_conj/archives/mars\\_2009\\_d1.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars_2009_d1.pdf)(19/12/2016))

من خلال الشكلين يلاحظ أنه انطلاقاً من 2006 وضع تراجع السوق حداً للتوازن الهش الذي كان سائداً، فتدهورت الوضعية المالية للأفراد الذين لم يعد بإمكانهم بيع ممتلكاتهم للتخلص من الديون، وارتفعت الدفعات الشهرية حتى بلغت 50% من عوائد الأفراد وتفاقم التأخر عن السداد ، وفي نهاية 2007 عرفت 20 % من قروض الرهن العقاري عالي المخاطر ذات معدلات فائدة متغيرة تأخيرات عن السداد تجاوزت ستة أشهر مقابل 10% في 2005 وتم الحجز على 6% منها. ولم تقتصر

هذه الصعوبات على سوق الرهن العقاري الثانوي بل شملت صعوبات الدفع في سوق القروض الأولية. وهكذا أصبحت وضعية الأفراد غير محتملة بسبب تراجع الأسعار منذ 2006 وارتفاع العجز عن السداد في كل من قروض الرهن العقاري عالية المخاطر والقروض من الدرجة الأولى خاصة تلك التي تخص المعدلات القابلة للتعديل وما تبعها من ارتفاع عمليات الحجوزات<sup>1</sup>.

#### 4. مراحل أزمة 2008:

**1. عوامة الصعوبات المالية:** بعد أن عصفت الأزمة بسوق الرهن العقاري عالي المخاطر في شهر أوت 2007 ، أصبحت أسواق الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية عالية المخاطر غير سائلة، ففي ظل غياب التداول وندرة المشترين في السوق الثانوية، لم تتوفر أسعار سوق تستخدم كمقياس للأداء أو أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر وبهذا لم يتمكن منشئوا الرهونات العقارية عالية المخاطر من بيع القروض التي أبرموها وهذا ما شكل ضغطا على الكثير من منشئي الرهونات التي تميز عدد كبير منها برسمة ضعيفة وغير منظمة ، وسحبت البنوك التمويل المقدم من طرفها وعجز المنشئون (المقرضون) عن تحمل عبء رصيد القروض التي أصدروها ، وتوقفوا فوراً عن منح القروض الجديدة وقدم بعضهم طلبات الحماية من الإفلاس، ولم يتمكن مشتروا المنازل المرتقبين وأصحاب المنازل الذين يطلبون إعادة تمويلهم من الحصول على قروض عقارية.

وباعتبار صناديق التحوط من أهم المتعاملين في هذه الأسواق، لم يعد هناك وجود لسوق الأوراق المالية المدعومة بديون وأسواق مشتقات القروض بسبب توقف صناديق التحوط عن التعامل، مما حال دون تمكن مصدري الأوراق المالية المدعومة بديون من بيع أرصدهم وتوقفوا عن الإصدارات الجديدة<sup>2</sup>.

وابتداء من السداسي الثاني من 2007 أصبحت الصعوبات المالية المواجهة في الأسواق المالية والنقدية عالمية، حيث أعلن في جوان من نفس السنة عن انهيار صندوقين من الصناديق المستثمرة في القروض العقارية عالية المخاطر للبنك الاستثماري "بير ستيرنيس" Bear Stearns مع استمرار ارتفاع الحجوزات السكنية للخواص.

أصبحت الصدمات والمعلومات حول حاجة وحجم المخاطر والصعوبة في حصرها وتأمينها بمثابة مؤشر لتدهور قيم البورصة في الأسواق العالمية. والواقع أن ما حدث في نهاية 2007 كان بمثابة إرهابات لما واجه النظام البنكي في 2008 فقد اصطف في بريطانيا عدد كبير من الزبائن لسحب أموالهم أمام البنك الخامس لهذا البلد Northern Rock المتخصص في القروض

<sup>1</sup> - Jean Charles Bricongne et Al., La crise des subprimes :de la crise financière à la crise économique, In ([http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys\\_conj/archives/mars\\_2009\\_d1.pdf\(19/12/2016\)](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars_2009_d1.pdf(19/12/2016)))

<sup>2</sup> - Randall dodd , Subprime : Topographie d'une crise , Finance& Développement , Décembre 2007, P17 .

العقارية، وهذا ما دفع بنك إنجلترا للتدخل بمنحه قرضا استعجاليا لتجنب الخسارة كما تدخل البنك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفدرالي الأمريكي لمواجهة هذه الأوضاع.

قبل نهاية 2007 كونت البنوك الكبرى العالمية مثل UBS & Citigroup مؤونات على التزامات قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ، وتمخض عن الاختلالات المالية أزمة ثقة مست مجموع الأعوان الاقتصاديين، حيث ترددت البنوك في الإقراض فيما بينها، وخوفا من البطالة رفع الأفراد الادخار التحذيري وأصبح الحصول على القروض صعبا ومكلفا مما انعكس سلبا على استثمار العائلات والمؤسسات<sup>1</sup>.

رغم تدخل البنوك المركزية خلال صيف 2007 عن طريق رفع كميات السيولة المقرضة للبنوك وتخفيض معدلات الفائدة الرئيسية، إلا أن المؤسسات المالية واجهت العديد من الصعوبات وأعلن Merrill Lynch في بداية 2008 عن الخسائر المسجلة في الثلاثي الرابع من سنة 2007 والتي قاربت 10 ملايين دولار على نشاطاته المشتقة، تبعها قرار تأميم Northern Rock. أما في نهاية جوان 2008، كما تم إنقاذ الوكالتين العموميتين المتخصصة في إعادة تمويل العقار "فاني ماي" و "فريدي ماك" اللتان وضعتا في بداية سبتمبر تحت وصاية الخزينة.

أما فيما يخص الأسواق المالية العالمية ، فقد شهدت تراجعا كبيرا وتسارعت عمليات البيع وتم إعادة هيكلة المحافظ، وفي 15 جويلية 2008 انخفضت المؤشرات الفرنسية والنيويوركية نسبة إلى بداية جانفي ب 28% و 18% على التوالي. كما تراجع سعر برميل البترول في الأسواق الآجلة والمشتقة واضطربت الأسواق الناشئة.

تعد خسارة البنك الاستثماري "ليمان برادرز" في سبتمبر 2008 مؤشرا قويا على البداية الحقيقية للأزمة المالية العالمية والذي رفع من احتمال اختفاء أي بنك آخر وبهذا ارتفع الحذر بين البنوك وتقلصت الشفافية، وارتفع تجنب المخاطرة وحدث اختفاء كامل للسيولة البنكية. وقد أعلن "ليمان برادرز" Lehman Brother's على امتلاكه على الأقل ل 85 مليار من الأوراق السامة Produit Toxique مما جعل تدميرها كارثي لكل المؤسسات المقابلة، فبمقابل هذا الوضع وغموض الوضعية انطوت البنوك على ميزانيتها وتوقفت عن منح القروض فحدث جمود في السوق النقدي. وقد واجه دائنو ليمان برادرز العديد من الصعوبات ووجدت صناديق الاستثمار المملوكة لسندات بنك ليمان نفسها في حالة نقص السيولة فاضطرت لبيع الأصول وخاصة الأسهم لسداد زبائنها مما أدى إلى انهيار الأسعار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- Randall dodd , Op.cit , p 19.

<sup>2</sup>- Monique Bourven, Yves Zehr , La crise Bancaire et la Régulation Financière, Rapport du Conseil économique social et environnemental, 2009, p15.

## 2. أزمة 2008: أزمة اقتصادية:

أسفرت الأزمة المالية التي انطلقت سنة 2007 عن ركود شيع معمم حيث أثرت الاختلالات المرتبطة بالأسواق المالية على الأعوان الاقتصاديين وعلى عمليات الاقتصاد الحقيقي وهذا ما يؤكد حقيقة العلاقة بين الدائرتين المالية والحقيقية حيث تشكل الخسائر البنكية وخسائر هيئات القروض وتسريح العمال إحدى أبرز الدلائل عن هذا التكامل.

يشير الاقتصاد الحقيقي على زيادة مبادلات السلع، الاستهلاك، التشغيل....، أما الدائرة المالية فتجمع الأدوات التي تمول الاقتصاد (القروض، الأسهم، السندات) ومن بين العناصر الأساسية التي شكلت اصل العدوى إلى الدائرة الحقيقية: انخفاض التمويل المقدم إلى القطاع الخاص والأثر السلبي لأثر الثروة على الاستهلاك والعمل<sup>1</sup>.

ويمكن توضيح أهم الاختلالات التي مست الدائرة الحقيقية من خلال العناصر التالية: أثر الثروة<sup>2</sup> وتراجع الاستهلاك وتراجع القروض، حيث تتمثل ثروة الفرد في مداخيل أجوره وممتلكاته المالية وغير المالية، إن هذه الثروة تسمح له أن ينفق تبعا لاستهلاكه ومن هنا فإن كل صدمة (على انخفاض أسعار الأسهم والعقار مثلا) ستؤثر على دخله الدائم وبالتالي على ثروة الفرد ذلك أن انخفاض أسعار الأسهم والعقار سيؤثر سلبا على الدخل الدائم والاستهلاك<sup>3</sup>.

وفي حالة أزمة 2008 تأثرت ملكية الأفراد المالية والعقارية بانخفاض أسعار الأصول وبالخصوص ملكية الأفراد الأمريكيين التي تراجعت قيمتها بدرجة كبيرة فقد تسبب فقدان ثروات الأفراد في انخفاض قدرتهم على الاقتراض وهذا ما أثر على الاستهلاك خاصة ابتداء من الثلاثي الأول لسنة 2008، الأمر الذي أدى على تراجع الاستهلاك الأمريكي بشدة بسبب تدهور أصول العائلات. وفضلا عن ذلك فإن الانخفاض الكبير في الاستهلاك الأمريكي كان أقوى بكثير من أن يفسر بأثر الثروة وانخفاض القدرة الشرائية للأفراد، حيث يمكن إرجاع هذا الانخفاض إلى القيود الجديدة التي تمنح بها قروض الاستهلاك وإلى تدهور الثقة بالنظر إلى ارتفاع البطالة وخطورة الأزمة حيث تعدت العديد من اقتصاديات العالم.

أما فيما يتعلق بتراجع القروض فقد أثرت الأزمة على استثمار الأفراد والمؤسسات عن طريق قناة القرض وواجه الأعوان تكاليف مرتفعة للحصول على التمويل خاصة في ظل تشديد شروط الإقراض، ولم يعد بإمكان المؤسسات الحصول على تمويل

<sup>1</sup> - Christophe Blot et autres, De la crise financière à la crise économique- une analyse comparative France- Etats Unis, pp : 1-2 ; In([https://www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2009-3-page-255.htm\(20/12/2016\)](https://www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2009-3-page-255.htm(20/12/2016))).

<sup>2</sup> - يجد مفهوم أثر الثروة جذوره في نظرية الدخل الدائم لفريدمان (المدرسة النقدية).

<sup>3</sup> - بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الأولى، سنة 2006، ص 25.

استثمارها ، نظرا لصعوبة الحصول على التمويل في الأسواق المالية وأهتبار البورصات العالمية مما جعل البنوك أكثر انتقائية في منح القروض ، وقد انعكست الأزمة سلبا على النشاط الاقتصادي وتقلصت التجارة العالمية منذ نهاية 2008، وقد ساهم التقلص في المبادلات في انتشار الأزمة وفق ميكانيزم مضاعف التجارة الخارجية ذلك إن انخفاض النشاط في بلد ما ، يؤدي إلى انخفاض نشاط الشركاء التجاريين عن طريق قناة تقلص الواردات - الصادرات ، فتنخفض واردات البلدان بدورها وهذا ما يقلص منافذ البلدان الأخرى<sup>1</sup>.

### 3. أزمة 2008 : أزمة نظامية: تندرج الأزمة النظامية في إطار اللااستقرار المالي وتقوم على ثلاثة أبعاد<sup>2</sup>:

- يشير البعد الأول على البعد الإيديولوجي والثقافي للأزمة حيث تميل الأسواق للتوازن وتعتبر الانحرافات بالنسبة للتوازن احتمالية فكل الابتكارات في ميدان تسيير مخاطر المنتجات المشتقة والمنتجات المهيكلة قائمة على هذه الفكرة ، وفي هذا الإطار ظلت الابتكارات غير منظمة من طرف السلطات بسبب هذه الفرضية المضللة التي تنظم الأسواق ذاتيا وفقها. وفي هذا الإطار تجدر الإشارة أنه وبفضل تدخل السلطات تم تجنب أزمات عميقة مثل ما حدث في ال.م.أ في سنة 2000 وليس لقدرة الأسواق على التوازن.

- ويؤكد البعد الثاني إلى ضرورة إعادة النظر في نموذج المالية الحديث فقد اكتشفت الأزمة الأخيرة عدم قيام هذا النموذج بوظيفته الأساسية مثلما كان متوقعا والتي تنص على تقييم وتسيير المخاطر. وقد حول من التوريق والمنتجات المشتقة، البنوك إلى سماسرة فقاموا بتحويل جزء معتبر من مخاطرهم على الأسواق حيث تم خلق منتجات صعبة التقييم متداولة في أسواق بالتراضي وكانت النتيجة ارتفاع مستوى الخطر في النظام المالي.

- أما البعد الثالث فيبين كيف تأثرت كل مكونات النظام المالي بالأزمة التي انطلقت من جزء خاص من سوق العقار ، لتنتشر إلى البنوك والمستثمرين محدثة خللا بالأسواق ما بين البنوك والأسواق المالية.

<sup>1</sup> - Christophe Blot et autres, Op.cit , p 4.

<sup>2</sup> - Dominique Plihon , Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macroprudentiel , Cahiers Français N° 331, pp :86-87 .



### خلاصة الفصل الثاني

من خلال ما تناولناه في هذا الفصل يتبين أن الأزمات الاقتصادية والمالية لها آثار سلبية عديدة لا تقتصر على الجانب الاقتصادي بل تمتد إلى الجوانب الأخرى كالجوانب السياسية والاجتماعية والصحية والتعليمية ، فأزمة 1929 وقعت لتكون دليلا على وجود خلل جوهري في الفكر الرأسمالي وقد حدث بعد ذلك تحولات وتغييرات واضحة في النظام الرأسمالي ، وفي التسعينات جاءت العولمة كمرحلة جديدة لكن العالم لم يصبح أفضل حالا بعد العولمة فقد تراجعت الأوضاع الاقتصادية وتوالى الأزمات من أزمة المكسيك والأزمة الأرجنتينية والأزمة التركية وغيرها من الأزمات التي ألحقت أضرار فادحة باقتصاديات معظم دول العالم، إلا أن الأزمة المالية العالمية سنة 2008 من أشد هذه الأزمات وأخطرها خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي على احتوائها حيث أنها أطاحت بمجموعة من البنوك وانخفضت البورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية بمعدلات غير مسبوقة كما خسرت اقتصاديات العالم حوالي 50 تريليون دولار من قيمة أصوله المالية سنة 2008 من بينها 9.6 تريليونات دولار في آسيا كما أدت إلى انكماش حاد في سوق العمل بأنحاء العالم كافة .

واستمرت آثارها وتداعياتها لسنوات في الو.م.أ وأوروبا وفي كثير من دول العالم وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الموالي حيث أنها امتدت وتعمقت من خلال حدوث بعض المجالات الارتدادية تجلت في أزمة اليونان وأزمة الديون الأوروبية والأمريكية والأزمة الإسبانية.

## الفصل الثالث

# الأضرار الأساسية والملحقة لأزمة 2008 وارتداداتها

## مقدمة الفصل الثالث

إن الأزمة المالية الأخيرة تعد من أخطر الأزمات التي تعرض لها النظام الاقتصادي العالمي بعد الكساد الكبير في 1929 حيث ضربت الاقتصاد الأمريكي في ظل العولمة وآليات السوق بعد أن كان في فترة رواج اقتصادي عالمي في ظل ارتفاع مستوى السيولة عالميا وارتفاع القروض وازدياد التفاؤل المتعلق بالعوائد المستقبلية في قطاع الرهن العقاري. وانتقلت عدوى الأزمة إلى الأسواق المالية العالمية حيث شهدت اضطرابات حادة انعكست على جميع الاقتصاديات بدرجات متفاوتة وهذا بفعل التشابك الاقتصادي والمالي الدولي.

ليس هذا فقط بل امتدت الأزمة وأصبحت عميقة وكبيرة جدا حيث أن الدول لم تخرج تماما منها فكانت هناك موجات ارتدادية والدليل على ذلك أزمة اليونان وما سببته من انخفاض في أسعار الأسهم في الأسواق الأوروبية والأمريكية بشكل حاد مع انهيار اقتصاد اليونان، أزمة الدين الأوروبية والأمريكية إضافة إلى بعض المخاطر هددت مصير الاتحاد الأوروبي.

ومن خلال هذا الفصل سنحاول التطرق إلى الأضرار الأساسية والملحقة لأزمة 2008 وارتداداتها من خلال ثلاث مباحث:

- المبحث الأول نتناول فيه الأضرار الأساسية أي انتشار الأزمات في الأسواق المالية ونماذج العدوى في إطار العولمة المالية والتحرير المالي مع التطرق لمظاهر الانهيار في مؤشرات مختلف البورصات في العالم.
- المبحث الثاني نتناول فيه الأضرار الملحقة أي التحاق عدوى الأزمة العالمية بمختلف اقتصاديات الو.م.أ والاتحاد الأوروبي وبعض دول الشرق الآسيوية وبعض دول أمريكا الجنوبية إضافة إلى اقتصاديات الدول العربية.
- المبحث الثالث نتناول فيه ارتدادات الأزمة المالية العالمية من الأزمة الاقتصادية اليونانية، أزمة الديون الأوروبية، وأزمة الديون الأمريكية هذا من جهة، ومن جهة أخرى نتناول بعض الدراسات السابقة حول مختلف الأزمات والأزمة العالمية لنمر بعدها للفصل الرابع ونبين ملامح الانتعاش وماهي الإصلاحات والشروط الجديدة لتفادي الأزمات.

## المبحث الأول : الأضرار الأساسية : العولمة المالية وانتشار الأزمة في الأسواق المالية

على الرغم من الأهمية التي تولها البورصة في تمويل النشاطات الاقتصادية لتحقيق النمو الاقتصادي إلا أن التطورات الحادثة في النظام المالي والعالمي الجديد وما أفضى إليه من انفتاح الأسواق المالية وتحرير حركة رؤوس الأموال في ظل العولمة المالية نجم عنه أزمات مالية قاسية وتنتشر عدواها في الأسواق المالية وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث:

أولاً: تعريف العولمة المالية، مظاهرها وعناصرها

ثانياً: تطور العولمة المالية ومؤشرات تناميها

ثالثاً: التحرر المالي وعلاقته بالعولمة المالية

رابعاً: العدوى وانتشار الأزمات في الأسواق المالية

أولاً : تعريف العولمة المالية ،مظاهرها و عناصرها:

## 1. تعريف العولمة المالية:

تعد العولمة ظاهرة شمولية لها أبعادها السياسية والاقتصادية والثقافية، وعقد التسعينات أظهر لنا ما نسميه اليوم بالعولمة المالية، إذ ازدادت تحركات رؤوس الأموال الدولية بمعدلات فاقت نمو التجارة العالمية، ويعرفها هيلان راي (Helen Ray) بأنها " الانخفاض في تكاليف المعاملات المالية الدولية ، وإنها الزيادة في التدفقات رؤوس الأموال بين الدول ومن دون قيود تذكر<sup>1</sup> .

كما تعرف كذلك بأنها الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحويل إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط 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 ارتباطاً وتكاملاً.<sup>(2)</sup>

<sup>1</sup> Helen Ray , Globalization Financer, 2003 , in site ( www.ecssr.ac.ae(10/12/2016)).

<sup>2</sup> - عبد المطلب عبد الحميد - العولمة واقتصاديات البنوك - الدار الجامعية - الإسكندرية - مصر - سنة 2005 - ص33.

2. مظاهر العولمة المالية: تتمثل مظاهر العولمة المالية في ما يلي<sup>(1)</sup>:

أ. **اللا وساطة المالية Désintermédiation**: ويقصد بها تراجع البنوك والوسطاء الماليين الآخرين فيما

يخص دورهم بتمويل الاقتصاد وهذا مع ظهور وتطور الأسواق المالية.

ب. **اللا تنظيم Déréglementation**: ويقصد به استبعاد القوانين والقيود التنظيمية التي تخضع لها الأسواق

المالية والوسطاء الماليين.

ت. **إزالة الحواجز Décloisonnement**: ويقصد بها فتح الحدود الفاصلة بين الأسواق المالية سواء كانت

وطنية أو أجنبية وهذا ما يؤدي إلى وضع المزيد من الإغراءات لجلب المستثمرين ورؤوس الأموال من أي سوق.

### 3. عناصر العولمة المالية:

أ. **الاستثمار الأجنبي المباشر**: تولى دول العالم كافة الاهتمام واسع النطاق بموضوع الاستثمار الأجنبي المباشر وفي ظل

العولمة الاقتصادية أصبح العالم ساحة مفتوحة للمنافسة على اجتذابه من خلال سياستها وبرامجها الترويجية وتوفير السبل والوسائل للمستثمرين لتنفيذ المشاريع المختلفة على أراضيها لما له من أهمية نسبية كمصدر لرؤوس الأموال الاستثمارية باعتباره محفز ومحرك التنمية الاقتصادية فيها، فضلا عن توفيره الأصول غير الملموسة كالمعرفة التكنولوجية والمهارات التنظيمية والإدارية وشبكات التسويق.

ويعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه نوع من أنواع الاستثمار الدولي الذي يعكس حصول الكيان مقيم في اقتصاد بلد ما (المستثمر المباشر) على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر (مؤسسة الاستثمار المباشر)، وتنطوي المصلحة الدائمة على وجود علاقة طويلة الأمد بين الطرفين، فضلا عن تمتع المستثمر بدرجة كبيرة من النفوذ في إدارة المؤسسة والعلاقة الطويلة بينهما لا تقتصر على المعاملة المبدئية التي أدت إلى قيام الاستثمار المباشر، بل تشمل كل المعاملات اللاحقة بينهما وجميع المعاملات فيما بين المؤسسات المنتسبة سواء كانت مساهمة أو غير مساهمة (إنشاء أو إلغاء استثمارات، المعاملات التي تؤدي على الحفاظ على استمرارية الاستثمار الأجنبي المباشر، توسيع نطاقه، التصفية... الخ<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, OP. Cit - p65.

<sup>2</sup> : بندر بن سالم الزهراني، الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية - دراسة قياسية 1970، 2000، رسالة ماجستير في قسم الاقتصاد، تحت إشراف محمد حامد عبد الله، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1425/2003م ص 21.

ب. الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظة الاستثمارية): يشكل هذا الاستثمار العنصر الثاني من عناصر العولمة المالية والذي يعد من الأدوات الاقتصادية المهمة لأنه يمثل الوحدات القادرة على جذب المدخرات ومن ثم توظيفها في مشروعات أكثر فائدة وأكثر طموحا عن طريق السوق المالية.

ويعرف الاستثمار المحفظي بأنه تملك الأجانب للأسهم والسندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار أو للحصول على أرباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة أو الأسهم بشرط أن لا يملك الأجنبي من الأسهم ما يخوله حق إدارة ومراقبة المشروع وكذلك يتميز بكونه قصير الأجل (يمتد من يوم أحيانا إلى سنة)<sup>1</sup>.

ثانيا: تطور العولمة المالية، عواملها ومؤشرات تناميها:

### 1. عوامل تطور العولمة المالية:

أ. تشكيل ركائز النظام الاقتصادي الدولي: والتي هدفت إلى تقوية العلاقات الاقتصادية بين دول العالم سواء في المجال التجاري أو المالي والنقدي والمهم هنا أن تلك المؤسسات لا سيما المالية منها ساهمت في إعادة الثقة والروابط بين المؤسسات المالية وأسواق المال من خلال إدارتها لنظام الصرف الثابت والعمل على الاستقرار النقدي العالمي دون اضطرابات أو تقلبات نقدية، وبعبارة أخرى أن صندوق النقد والبنك الدوليين ساهما خلال الفترة الأولى (1945-1970) على إعادة الثقة وروابط الاتصال بين المؤسسات المالية والأسواق المالية من خلال تحقيقهما للاستقرار النقدي لتلك الفترة وإعادة الثقة للمستثمرين الدوليين، وتشجيع الاستثمارات الأجنبية وتقديم الدعم والضمان لهل ولاسيما من توابع البنك الدولي ودعم الاستثمارات الموجهة لتشجيع القطاع الخاص واتساع نطاقه وكلها عوامل ساهمت في عودة الانتعاش لحركة رؤوس الأموال الدولية للفترة (1945-1970) فإنها امتازت خلال الخمسينيات بانتقال رأس المال العام و بشكل خاص من الو.م.أ والاتحاد السوفياتي سابقا إلى الدول المختلفة في هيئة قروض وإعانات بهدف أعمارها وتنمية اقتصاداتها فضلا عن ظهور ومساهمة هيئات التمويل الدولية كالصندوق والبنك الدوليين، والإحصائيات تشير إلى تصدير الو.م.أ وكندا خلال الفترة (1948-1955) أكثر من 35 مليار دولار إلى دول أوروبا الغربية وعلى شكل قروض وإعانات كانت دوافعها سياسية بالدرجة الأولى مثلت أموال مشروع مارشال الأمريكي حوالي ثلثها (15-11) مليار دولار، في حين قدم الاتحاد السوفياتي سابقا قروضا ميسرة إلى الدول التي تربطها علاقات اقتصادية وسياسية مع الاتحاد السوفيتي ومنها الهند ، باكستان ، مصر ، ودول أوروبا الشرقية<sup>2</sup>. كما أن وقائع

1 : زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان ، الطبعة 02 ، سنة 2002 ، ص 61.

2 : عمرو محي الدين ، التخلف والتنمية، دار النهضة العربية، بيروت، 1975 ، ص ص : 197- 199.

التاريخ تشير أيضا إلى حدوث حركات لرؤوس الأموال الخاصة نتيجة إعادة الثقة والروابط بين المؤسسات المالية وأسواق المال والجدول يوضح لنا حجم تلك الاستثمارات للفترة (1945-1965).

جدول رقم 11 : توظيف رؤوس الأموال الخاصة في الخارج (1945-1965)

(الوحدة مليار دولار)

السنوات	1945	1950	1955	1960	1965
نوع الاستثمار					
استثمار مباشر	8369	11778	19375	32778	49217
استثمار محفظي	5289	5700	7355	12632	21584

المصدر: بير جاليه، الإمبريالية عام 1970، ترجمة فؤاد مرقس، دار الحقيقة، بيروت، 1970، ص 95.

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن أغلب الاستثمارات المباشرة على حركة الاستثمار المحفظي وهو عكس ما كان في الفترة السابقة للحرب العالمية الأولى والتي كان يغلب عليها الاستثمار المحفظي، وكما أشار المصدر نفسه إلى توجه أغلب تلك الاستثمارات نحو البلاد المتقدمة وتضاءل حصة البلدان النامية منها، حيث بلغت نسبة الاستثمارات المتوجه نحوها 20% من إجمالي المتدفق وتركزت في بلدان أمريكا اللاتينية أغلبها.

أما الفترة الثانية لتلك المؤسسات (1971 لحد الآن) والتي فقدت فيها جوهر عملها الذي أنشأت من أجله فكلاهما أصبح أداة من أدوات النظام الرأسمالي لدمج الدول النامية والمتحولة في حركة ذلك النظام ومن خلال سياسات الإقراض المشروطة التي يتبناها كل منهما لتلك الدول بتنفيذ مجموعة من السياسات تحت ما يسمى بسياسات التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي والتي تركز في جوهرها نحو إطلاق مدى أوسع لاقتصاد السوق سواء في مجال تحرير الأسعار بما فيها أسعار الصرف والفائدة وكذلك مراجعة برامج الاستثمار الحكومي وإحداث تغييرات في مؤسسات القطاع العام من خلال هيكلتها وتحويل ملكيتها والشيء المهم في ذلك هو تركيز وحصر القروض الممنوحة في مجالات تنمية القطاع الخاص وتقديم الخبرات في مجال الاستثمار وتنمية الأسواق المالية والذي يهمننا من ذلك هو أن تلك البرامج كانت تهدف في جزء منها إلى إزالة القيود المفروضة على حركة الأموال الدولية وحماتها من الأخطار التي تواجهها.

ب. نشوء وتطور سوق العملات الأوروبية **Euro Dollar Market** : لقد شهدت بداية الستينات تغيرات هيكلية وتطورات في النظم المصرفية المحلية ولم تقتصر أنشطتها المصرفية على الخدمات التقليدية (تسوية المدفوعات وتمويل التجارة الخارجية)، إذ سرعان ما بدأت تلك النظم بإنشاء شبكات لها في فروع ومكاتب في خارج حدود الوطن الأم والعمل في الأسواق الأجنبية (أسواق نقد، تبادل عملات أجنبية، أسواق مالية) وقد تنامي هذا السوق ليصبح سوقا عالمية تغطي أنشطته جغرافيا العالم بأسره<sup>1</sup>، وفيما يلي جدول يوضح القروض الممنوحة من خلال السوق والتي حققت معدلات نمو عالية جدا:

جدول رقم 12: حجم القروض الدولية (1974 - 1980)

(الوحدة مليار دولار)

البيان	1974	1980	معدل النمو (%)
سوق العملات الأوروبية	187.4	751.2	195
المراكز المغتربة <sup>2</sup>	24	142	495
إجمالي الإقراض الدولي	289	1012	350

Source : R.B. Johnston, The economics of Euro Market – History, Theory and Policy- , The Macmillan I.T.D, 1983, P 24.

من خلال الجدول يتبين أن البنوك والمؤسسات العاملة فيه توسعت حتى وصل عددها سنة 1981 إلى نحو 600 مصرف من 85 بلدا تعمل في بلدان خارج المقر الرئيسي و تسيطر على 400 فرع تابع لها، وباتت البنوك دولية النشاط تمارس دورها بوصفها المؤسسات المسؤولة عن تدويل رؤوس الأموال بين دول العالم كافة، إذ حقق هذا السوق زيادات كبيرة في إيداعاته وفي الوقت نفسه زاد الطلب على الاقتراض منه.

ت. تطور سوق سندات اليورو – دولار **Euro Dollar Bond Market** إن إنشاء هذه السوق<sup>3</sup> هو عامل آخر ساهم في عملية التدويل المالي واتساع نطاقها في عملياتها التمويلية عبر حدودها الوطنية وتنوعها ، وسوق سندات اليورو دولار الموجود خارج الو.م.أ ، يتم التعامل به خارج إطار أنظمة وتعليمات السلطات النقدية الأمريكية وذلك على

1 : حسن النجفي ، النظام النقدي الدولي وأزمة الدول النامية، شركة أيد للطباعة الفنية ، بغداد، 1988 ، ص ص : 76-77.  
 2 \* : المراكز المغتربة مصطلح أطلق على المناطق التي تتركز فيها فروع البنوك الأجنبية في آسيا، أمريكا اللاتينية ، إفريقيا والتي تقوم بتسهيل الأعمال المصرفية الدولية بغدارة تتميز بالمرونة والحركية العالية وبأفضليات ضريبية ورقابية ولا يرتبط بالسوق المحلية.  
 3 \* : انشأ هذا السوق سنة 1963 نتيجة القيود الكثيرة التي فرضتها الدول على عملية تحويل عملاتها ولاسيما ببرطانيا، سويسرا، ألمانيا الغربية، إضافة على قيام أمريكا والتي عانت من عجز ميزان مدفوعاتها بفرض ضريبة تعادل سعر الفائدة ولغرض عدم تشجيع المقيمين الأجانب من الاستفادة من سعر الفائدة المنخفض المفروض على القروض بالدولار داخل أمريكا وتجعلهم غير قادرين على إصدار سندات داخل أمريكا.



نقيض سوق سندات المقترضين الأجانب في أمريكا والذي يسمى بسوق سندات اليانكي Yankee Bonds Market وفي بريطانيا Bulldog Market وفي اليابان Samurai Market والتي تخضع للقوانين والأنظمة المحلية لبلداتها ، وعلى الرغم من أهمية الاسواق الثلاثة إلا أن سوق سندات الدولار الأمريكي ذو أهمية عالية نظرا لما يتمتع به من حرية العمل والفوائد العالية المدفوعة على ودائعه مقارنة بودائع الدولار داخل سوق راس المال الأمريكي، علاوة على تدفق الكثير من الفوائض المالية النفطية للدول المصدرة للبتروول للاستفادة من الفائدة الأعلى فضلا عن إمكانية المؤسسات المصرفية الأمريكية العاملة داخله من اللحاق وبسرعة بعملائها. لقد تطور هذا السوق وبسرعة جعل العمل فيه يتصف بالعالمية وقد استعملت أموال اليورو دولار في الإقراض قصير الأجل وفي مجال تمويل التجارة الخارجية بالدولار، ونتيجة لزيادة ودائعه استعملت في التمويل طويل الأجل حيث أقبلت الحكومات ومؤسساتها إضافة إلى القطاع الخاص المتمثل بالبنوك والشركات المتنوعة للاقتراض منه. وتأتي مساهمة سوق سندات اليورو دولار في اتساع نطاق حركة رؤوس الأموال عبر الحدود وتسريعه لظاهرة العوالة المالية في مسالتين أولها تدويل العمل المالي واتساع نطاقه الجغرافي والثاني هو إرساء مبدأ إزالة القيود على تصدير واستيراد راس المال فهو يعمل خارج قيود السلطات النقدية وبذلك أسهم في دفع عملية التدويل المالي إلى الأمام فضلا عن تدعيم عمليات التحرر المالي من خلال تنويع أدوات جديدة من السندات يتم التداول فيها عالميا لم تكن معروفة سابقا في ميدان الاستثمار بالسندات<sup>1</sup>.

ث. **تطور ظاهرة التدويل:** تعد بداية السبعينات بمثابة نقطة تحول مهمة في الفكر الاقتصادي أولا ، وفي مسيرة العوالة المالية ثانيا، لارتباطهما بمجموعة هامة من المتغيرات الاقتصادية والمتمثلة بأختيار بريتون وودز والدخول بمرحلة تعويم أسعار الصرف، الفوائض المالية المتجمعة لدى الدول الأوربية واليابان والأسواق العالمية كسوق العملات الأوربية، الفوائض النفطية نتيجة تصحيح أسعار النفط لسنتي 1973 و 1978 والأهم من ذلك دخول الاقتصادات الأوربية مرحلة التضخم الركودي Stagflation إذ أن ارتفاع معدلات البطالة مع ارتفاع معدلات التضخم في آن واحد وانخفاض معدلات النمو والاستثمار في الوقت نفسه ، كل هذه العوامل وجدت حلولها بنهاية عصر عمليات الكبح المالي وظهور التحرر المالي وفي ذلك الحين انفصل الاقتصاد العيني وظهر ما يسمى بالاقتصاد الرمزي الذي تحركه رموز ومؤشرات الأسواق المالية العالمية. لقد اتخذت حركة رأس المال الدولي في هذه المرحلة صورة الإقراض التجاري بشروط السوق وكان أعلى أشكال رأس المال المتجه نحو البلدان النامية ، حيث أن القروض الخارجية للفترة 1970-1980 بلغت 1500 مليار دولار وحصاة البلدان النامية وحدها 389.3 مليار دولار، لقد قابل ارتفاع الإقراض الدين الخارجي للدول النامية إذ ازداد من 68 مليار سنة 1970 إلى 430 مليار سنة 1980 وازدادت خدمة الدين من 2.6 مليار دولار سنة 1970 إلى 32.8 مليار دولار سنة 1980، في

<sup>1</sup> : ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، دار الفكر الجامعي ، عمان، الطبعة 01، 2004 ، ص ص : 99-100.

حين انخفضت المساعدات التنموية الرسمية وهي المنح والقروض الميسرة المتجهة نحو البلاد النامية عند مقارنتها مع إجمالي رأس المال الداخل لتلك البلدان أما صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة نحو البلاد النامية فقد بلغت في المتوسط للفترة 1973-1977 بمقدار 10.2 مليار دولار أما الفترة 1978-1981 ففقدت بلغت 26 مليار دولار. وتشير الدراسات إلى التحولات الهامة في النظام المالي العالمي وبالتحديد في نمط التمويل الدولي بعد تفجر أزمة المديونية سنة 1982 إذ ازدادت أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر من إجمالي مصادر التمويل الدولي وخاصة المناسبة نحو البلاد النامية وليكونا بديلان للمساعدات الإنمائية والقروض التجارية، وليصبح الاستثمار الأجنبي المباشر هو البديل الأساسي عن الديون الخارجية بآثارها في مجال التمويل الخارجي لعملية التنمية في تلك البلدان (الإقراض التجاري) وكذلك فإن المساعدات والقروض الإنمائية هي الأخرى لم تسلم من آثار أزمة المديونية إذ أصبحت تخضع للإستراتيجية الدولية أو المشروطة الجديدة للمؤسسات المالية الرسمية ويكفي للدلالة على ذلك ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمية فبعد أن كانت بالمتوسط للفترة (1981-1985) بمقدار 75.8 مليار دولار ارتفعت إلى 153.5 مليار دولار كمتوسط للفترة 1986-1990 ثم ازداد ليصل إلى 1388 مليار دولار سنة 2000<sup>1</sup>.

ج. **تطور ابتكارات الهندسة المالية:** ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي أخذت تحتذب العديد من المستثمرين ولم تقتصر على الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) المتداولة في الأسواق المالية علما أن تلك الابتكارات في الهندسة المالية تتعامل مع التوقعات المستقبلية وتتيح للمستثمرين مساحة واسعة من الاختيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتي كانت استجابة لحدة المنافسة بين المؤسسات المالية التي دخلت حديثا إلى السوق المالي وقد استخدمت تلك الابتكارات الجديدة من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة علاوة على كونها استجابة للاضطرابات التي سادت سوق الصرف الأجنبي بعد تعويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة وأهم تلك الأدوات هي المشتقات بأنواعها المختلفة (الخيارات، المستقبلات، المبادلات)<sup>2</sup>.

ح. **انتشار عمليات الشراء والاندماج:** ولا سيما بين المؤسسات المالية وكان هذا الانتشار نتيجة للمنافسة القوية بين المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية وفي مجال الخدمات المالية، إذ قامت بالاندماج والشراء فيما بينها محليا في البداية وتحولت تلك الاندماجات عبر أرجاء العالم فيما بعد لغرض تقوية القوة التنافسية في سوق الخدمات المالية ثم تطورت لتشمل المؤسسات المالية مع شركات غير مالية علاوة على عمليات الشراء والاستحواذ بين الشركات<sup>3</sup>.

1 : حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 01، 1432هـ/2011م، ص ص : 38-39.

2 - نفس المرجع السابق، ص 40.

3 : حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 40.

خ. **عمليات الخصخصة:** لعبت الخصخصة دورها في تسارع العولمة عن طريق ربط الاقتصادات الوطنية ودمجها بالاقتصاد العالمي والتخلص من هيمنة الحكومات وقطاعها العام على الحياة الاقتصادية وإعطاء القطاع الخاص الدور الأكبر في إدارة الاقتصاد، فهي لا تشمل فقط تغيير حقوق الملكية بل إعادة تخصيص الموارد والأنشطة وتغيير المسؤوليات الاقتصادية والاجتماعية بين القطاعين العام والخاص. إن برامج الخصخصة كانت عاملا أساسيا في تحفيز تدفقات راس المال الأجنبي إلى الدول التي طبقت تلك البرامج، ولا سيما البلدان النامية والمتحولة، إذ يدعمها الصندوق والبنك الدوليين من خلال وصفة الإصلاحات الهيكلية التي تشجع إشراك القطاع الخاص والسماح لشركاته وأفراده بتملك جزئي أو كلي لمشروعات الحكومة أو استبدال ديونها وقروضها الأجنبية بملكية أصول القطاع العام، إن تلك البرامج ساعدت على نقل واجتذاب تدفقات ضخمة من الأموال في البلدان النامية وحدها وللفترة 1985 6 1997 حوالي 342 مليار دولار<sup>1</sup>.

د. **التطورات التكنولوجية:** حيث تم تجاوز عقبة المكان والزمان بين المؤسسات والأسواق المالية العالمية المختلفة وانعكس ذلك على انخفاض تكلفة المعاملات المالية فضلا عن انخفاض تكلفة الاتصالات نفسها، وتأثيرها على تنويع العمليات المصرفية من خلال استخدام وحدات الصراف الآلي ونقاط البيع الإلكترونية وخدمات البنوك المحمولة وتنامي عمليات التجارة الإلكترونية، إن كل ذلك ساهم في اندماج وتكامل الأسواق المالية الدولية ولا سيما مع العديد من الأسواق الناشئة في أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية الدولية<sup>2</sup>.

## 2. مؤشرات تنامي العولمة المالية

هناك الكثير من العوامل التي تدعم فرضية سياسات تحرير المؤسسات المالية والأسواق التي حطمت الحدود ما بينها ومنها<sup>3</sup>:

أ. **تغير حجم وبنية الموجودات المالية في العالم:** لقد تعاظم قطاع المال وعلى نحو يستدعي الاهتمام والمراجعة لمناهج التحليل والسياسات والتشريعات والأنظمة الرقابية، فحجم الموجودات المالية في العالم ارتفع من 55 تريليون دولار سنة 1980 على 150 تريليون دولار سنة 2001 ثم إلى 241 تريليون دولار سنة 2007 ومثل ما نسبته (109، 484، 440)% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي على التوالي.

1 : عبده محمد الفاضل، الخصخصة وأثرها على التنمية في البلدان النامية، مكتبة مديولي، القاهرة ، 2004، ص 123.

2 : حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره ، ص 41.

3 : شذا جمال خطيب - صعق الركيبي ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 76-80.

جدول رقم 13: بنية و حجم الموجودات المالية لسنتي 2001 و 2007.

(الوحدة تريليون دولار)

2007						2001						الدولة أو المنطقة
نسبتها إلى الناتج	إجمالي الموجودات المالية	الموجودات البنكية	أوراق الدين	قيمة الأسهم	الناتج المحلي الإجمالي	نسبتها إلى الناتج	إجمالي الموجودات المالية	الموجودات البنكية	أوراق الدين	قيمة الأسهم	الناتج المحلي الإجمالي	
%440	241.1	95.8	80.4	65.1	54.8	%484	150.1	79.4	41.8	28.9	31.0	العالم
%558	68.1	35.1	23.0	10.0	12.2	%625	38.3	24.5	9.5	4.3	6.1	منطقة اليورو
%445	61.4	11.2	30.3	19.9	13.8	%540	54.5	22.2	18.5	13.8	10.1	أمريكا
%547	24.0	10.1	9.2	4.7	4.4	%519	21.6	12.4	6.9	2.3	4.2	اليابان
%690	19.3	11.7	3.8	3.9	2.8	%772	11	7.1	1.7	1.9	1.4	بريطانيا
%272	47.0	18.3	7.8	21.0	17.3	%243	14.4	10.1	2.3	2.0	7.2	البلدان الناهضة

Source : Global Financial Stability Report , IMF ,March 2009.

من خلال الجدول المدون أعلاه يلاحظ أن الموجودات المالية قد تجاوزت حدود تحمل الاقتصاد الحقيقي وقد يكون عدم التناسب هذا هو أحد أسباب الأزمة الحالية، وكانت حصة الو.م.أ واليابان والاتحاد الأوروبي 67% سنة 2001 انخفضت على 63% سنة 2007 من الموجودات المالية وكانت نسبة الانخفاض في حصة أمريكا من 36.3% إلى 25.5% لنفس الفترة. في حين ارتفعت حصة مجموعة البلدان الناهضة من 9.6% إلى 19.5% وهذه تحولات كبيرة تفرض نفسها على الترتيبات الدولية الجديدة.

ب. تطور حجم المعاملات المالية عبر الحدود في الأسهم والسندات: وخصوصا لدى الدول المتقدمة فبعد أن كانت المعاملات الخارجية في تلك الأدوات تمثل ما نسبته أقل من 10% من الناتج المحلي في تلك الدول سنة 1980 نجدها تصل على ما يزيد عن 151% في أمريكا وعلى ما يزيد 200% في فرنسا وكندا وألمانيا، في حين بلغت ما يزيد عن 400% في إيطاليا من الناتج المحلي الإجمالي لتلك الدول وكل ذلك سنة 1996.

ت. دخول الصناديق السيادية وصناديق التحوط: ارتفع عدد الصناديق السيادية<sup>1</sup> وازدادت موجوداتها وتوسعت استثماراتها خصوصا في منتصف التسعينات فلم تكن موجودة سابقا سوى ثلاثة صناديق سنة 1969 ثم ازدادت إلى 21 صندوق سنة 1999 وأصبحت 44 صندوق سنة 2007 بلغت موجوداتها المالية مع نهاية شهر مارس 2007 نحو 216 تريليون دولار، حيث أن الصناديق الثمانية الكبار تملكها سبع دول هي الإمارات وسنغافورة 100 مليار دولار، والسعودية الكويت والنرويج 323 مليار دولار، روسيا 110 مليار دولار ثم الصين تملك صندوقان 102 مليار دولار. أما الصناديق الخليجية في الإمارات والسعودية والكويت تمتلك تقريبا نصف أصول الصناديق السيادية في العالم وتتسم الصناديق العربية جميعها بالغموض ولا تتمتع بالحد الأدنى من الشفافية وأهدافها غير واضحة ولا تصدر تقارير مفصلة عنها ولا توجد معلومات دقيقة عن موجوداتها ، وتوقع صندوق النقد الدولي ارتفاع موجوداتها إلى 10 تريليون دولار سنة 2015. ويعد صندوق الأجيال القادمة الكويتي أقدم صندوق سيادي في العالم وتخصص له نسبة 1% من إيرادات النفط الكويتي ، ويذكر أيضا أن بروز خصوصيات الصناديق الخليجية عند مقارنتها بالصناديق الأخرى من حيث نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي فتشكل موجودات صناديق النرويج وروسيا والصين 70%، 29%، 21% على التوالي من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول في حين تعادل موجودات صناديق السعودية الكويت والإمارات نسبة 106%، 261%، 390% من الناتج المحلي الإجمالي لتلك الدول على التوالي ، والجدول الموالي يعرض لنا موجودات أهم الصناديق العربية.

#### جدول رقم 14: صناديق الاستثمار السيادية في الدول العربية

الدولة	اسم الصندوق	التأسيس	الموجودات(مليار دولار)
الإمارات	مركز أبو ظبي للاستثمار ADIA	1976	600
السعودية	ساما	1999	380
الكويت	الأجيال القادمة	1953	266
الإمارات	دبي للاستثمار	2006	15
ليبيا	الاستثمار الأجنبي العربية الليبية	2006	50
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2003	65
الجزائر	تسوية الإيرادات	2000	14
البحرين	ممتلكات	2006	47
الإمارات	مبادلة	2002	25
عمان	الاحتياطي العام	1985	10
السعودية	الاستثمار العام	2007	60

Source : Udaibir S. Das, Adnan Mzareei, and Han Van der Hoorn, Economics of sovereign Wealth Funds, FMI ;2010, P 89.

\* 1: الصناديق السيادية أو الصناديق الحكومية هي مؤسسات تابعة للدولة تستخدم الأموال العامة في نشاط استثماري ذات الأمد الطويل خارج بلدانها.

أما صناديق التحوط فقد تصاعد الجدل حول نشاطاتها والتي تزايدت أعدادها إلى 9575 صندوق سنة 2007 وبأصول تقارب 1.6 تريليون دولار ، بعد أن كانت 610 صندوق سنة 1990، إذ توسعت أعمالها وبشكل سريع مما جعل الخبراء يتحدثون عن عصر جديد تسيطر عليه هذه الصناديق وتكمن الخطورة في أسلوب عملها الذي يعتمد على المضاربة في السوق من خلال شراء أسهم أو الاستحواذ الكامل على الشركات ومن ثم بيعها بعد فترة قصيرة فهي تستهدف تحقيق عوائد أعلى مما هو سائد في الأسواق عبر تحمل المخاطر وتنويع الاستثمارات وتحيط أعمالها بشيء من السرية وتغيب الرقابة عليها من قبل السلطات كما أنها تخضع لقوانين خاصة تختلف عن القوانين التي ترعى الصناديق العامة كما أنها تضع معايير خاصة لدخول المستثمرين بها ، فلا تقل الحصة في أغلبها عن المليون دولار والخروج منها محدد بعدد من الشروط تختلف من صندوق لآخر كما أنها تمول نفسها من خلال الاقتراض وبمبالغ كبيرة لتمويل استثماراتها القصيرة الأجل.

ث. **صعود أقطاب جديدة:** ونقصد بذلك دخول مؤسسات مالية غير مصرفية في ميادين الوساطة المالية والتي أصبحت تمارس أعمالا في مجال الخدمات المالية وأضححت منافسا قويا للمؤسسات المصرفية وهذه المؤسسات هي صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، البنوك المتخصصة... إلخ. فخلال الفترة 1985-1995 انخفض نصيب البنوك التجارية من الأصول المالية العائلية من 50% إلى 18% وقابل ذلك ارتفاع نصيب تلك المؤسسات إلى نحو 42%، وعلى الصعيد الدولي أيضا فإن أقطاب دولية قد تساهم في تبديل الموازين الاقتصادية مثل الصين ، الهند، المكسيك، البرازيل ، كوريا الجنوبية... إلخ. أصبحت تنافس أمريكا ودول أوروبا التي قد تحسر نفوذها المهيمن تدريجيا في إطار غدارة الاقتصاد العالمي، فالصين أصبحت الآن سادس اقتصاد في العالم والبعض يصنفها الثاني، ويتوقع لها المراقبون على مدى العقود القادمة أن تصبح الأولى عالميا وما لذلك من آثار على الخريطة الاقتصادية العالمية فحجم اقتصادها هو 6.2 تريليون دولار، وتملك أكبر احتياطي من العملات الأجنبية والذهب في العالم ب 1.2 تريليون دولار وكذلك البرازيل عاشر الاقتصاديات العالمية وبحجم 1.1 تريليون دولار وهو الحال نفسه لروسيا والهند وكوريا.

ج. **المضاربات الآجلة:** أصبحت المضاربات الآجلة من العقود السائدة في العديد من بورصات وأسواق المال العالمية وما ساعد على ذلك تطور التقنيات الحديثة وإمكانية إجراء التحليلات الاقتصادية المعقدة ، فضلا عن إمكانية التداول على مدار الساعة ، لقد ظهرت حاليا مجموعة من المنتجات المالية المعقدة غير التقليدية ومن أشهرها مشتقات الخيارات الآجلة وكذلك المقايضة. ووفقا للوكالة الدولية لصكوك المقايضة فإنه في نهاية سنة 2006 بلغت التعاملات الآجلة في المقايضة ومبادلة العملات وأسعار الفائدة بحوالي 286 تريليون دولار في حين كانت في التسعينات لا تتعدى 3.45 تريليون دولار.

3. الشركات المتعددة الجنسيات ودورها في تعميق العولمة المالية: تعد الشركات متعددة الجنسيات<sup>1</sup> والشركات الفرعية الأجنبية المنتسبة لها إحدى السمات الأساسية للنظام العالمي الجديد فهي تؤثر وبقوة فيه وتجذب اقتصاديات الدول نحو الاندماج العولمي كونها القناة التي يتحرك عبرها الاستثمار الأجنبي المباشر المتدفق عالميا ويكاد هو من أكسبها صفة تخطي الحدود فضلا عن إمكانيتها الأخرى والمتعلقة بضخامة حجمها<sup>2</sup> واحتياطاتها من الأصول المالية والذهب المتوفرة لديها علاوة على امتلاكها المعارف الإدارية والتسويقية واحتكارها التكنولوجية وسهولة حصولها على التمويل اللازم لإدارة عملياتها وكل ذلك ساعدها على تخطي حدودها ونشر أنشطتها في مختلف أرجاء العالم. وما يجب ملاحظته هو أن هناك رابطة سببية بين كل العولمة والشركات متعددة الجنسيات وكل منهما استفاد من الآخر ويمكن حصر تأثير الشركات متعددة الجنسيات في تعميق وتسريع العولمة المالية من خلال مايلي<sup>3</sup>:

- الانتشار الواسع للشركات المتعدد الجنسيات وإمكاناتها المادية والإدارية والتسويقية والمالية ومن خلال ذلك فباستطاعتها تهميش دور الدولة والتأثير التدريجي عليه يبين موقف أكبر 16 شركة سنة 2004 تأتي في المقدمة شركة جنرال الكتريك العاملة في مجال المعدات الكهربائية والإلكترونية إذ بلغت موجوداتها حتى نهاية سنة 2004 بحدود 647486 مليون دولار وإجمالي مبيعاتها بحدود 134187 مليون دولار وإجمالي فروعها في العالم 1398 فرع، ثم شركة فيدافون الإنجليزية للاتصالات بالمرتبة الثانية من حيث قيمة أصولها ومبيعاتها وتمثلت شركة هاجسون المرتبة السادسة عشر والتي تمثل أكبر الشركات التابعة للدول النامية من حيث قيمة أصولها ومبيعاتها وعدد فروعها، إن هذا التوسع في حجم موجوداتها وأصولها وحجم مبيعاتها على المستوى العالمي يمثل قدرتها على توسيع نفوذها على المستوى العالمي سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية إضافة على ما توفره لها المؤسسات الدولية من قوانين وتعليمات بشأن حرية عملها وحمايتها علما أن تلك الشركات أغلبها من الدول المتقدمة.

- التأكيد على صفة العالمية من خلال دورها في تدويل الإنتاج والتجارة والخدمات ودورها في تعميم أنماط علمية في الإنتاج من حيث الملكية وعلاقات الإنتاج والتسويق والاستهلاك والإعلان والدعاية ، وهي بالتالي عملت على دفع توحيد تنافس أسواق السلع والخدمات وأسواق راس المال وأسواق الفنون والثقافة أي أنها تنشر العولمة على كافة المستويات الإنتاجية والتمويلية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية.

\*1: هي مؤسسات أعمال مساهمة أو غير مساهمة تشتمل على الشركة الأم وهي التي تسيطر على أصول الهياكل والكيانات الأخرى في بلدان غير بلدها الأم ويتوزع نشاطها الإنتاجي والمنتوج على مختلف الدول.

\* 2 : من المؤشرات التي تدل على ضخامة حجم الشركات المتعددة الجنسيات هي: حجم رأس المال ، حجم استثماراتها، تنوع إنتاجها ، المبيعات والإيرادات التي تحققها ، حجم الإنفاق على البحث والتطوير. ولكن يعد رقم المبيعات أو رقم الأعمال أهم مقياس متبع للتعبير عن ضخامة الحجم.

\* 3 : حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 66-67.

- التأثير على النظام المالي العالمي من خلال الحجم الضخم لأصولها السائلة وللاحتياطيات الدولية المتوفرة لديها ففي سنة 2003 شملت أكبر مائة شركة عالمية من حيث حجم أصولها فوجدت إنها تمتلك 4 تريليون دولار لنفس السنة وكما يوجد لبعض الشركات الضخمة فروع في أكثر من 40 دولة وأن مجموعة صغيرة منها تسيطر على 60% من مبيعات القطاع الذي تمارس نشاطها به فمثلا شركة رويال دوتشي لها أنشطة تنقيب عن النفط في حوالي 50 دولة وتسيطر على أكبر خمسة شركات منتجة للسيارات و 60% من مبيعات السيارات في العالم ومن خلال أصولها وسيطرتها على حجم كبير من التجارة العالمية ونقل معظم الاستثمار العالمي وكل ذلك يدل على مقدرة تحكمها في الاستقرار النقدي من خلالها وفروعها المنتشرة ولاسيما أن جميع الدول التي تبنت برامج الإصلاح الاقتصادي تتجه إليها لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر والتكنولوجيا وبالتالي فهي ساهمت بشكل وبآخر من الخروج من الاقتصاد المركزي نحو اقتصاد السوق الذي يعتبر سمة العولمة سواء في المجال التجاري أو المالي لا سيما وهناك اتفاقيات متعددة الأطراف في المجال التجاري والمالي تسمح لها بتحريك أموالها ومنتجاتها بدون ضوابط أو قوانين تقيد عملها.
- تكوين أنماط جديدة من التخصص وتقسيم العمل الدولي : إن تفاعل الشركات المتعددة الجنسيات على التجارة العالمية وتوجهات الاستثمار الدولي قد يؤدي إلى تكوين أنماط جديدة من التخصص وتقسيم العمل الدولي وبالتالي أصبحت قرارات الإنتاج والاستثمار تتخذ من منظور عالمي وخصوصا في مجال العائد والتكلفة.
- التزايد المضطرد لدخول مالكي وسائل الإنتاج وارتفاع قيمة أسهم الشركات متعددة الجنسيات ولها دورها في خلق مناخ لظهور طبقة رأس المال محلية متحالفة مع التوجهات الاحتكارية العالمية.

### ثالثا: التحرر المالي وعلاقته بالعولمة المالية:

1. مفهوم التحرر المالي: تعد ظاهرة التحرر المالي من الظواهر الحديثة نسبيا جاءت استجابة لظروف كثيرة أملتها متغيرات عقدي الستينات والسبعينات التي سبق ذكرها ساد الاعتقاد بأنه الحل الأمثل المطروح أمام تلك الظروف التي عملت على تعطيل عجلة تطور الاقتصاد العالمي، ومع بداية عقد السبعينات توسعت المطالبة بالتحرر المالي سواء كانت صادرة من باحثين أو مؤسسات دولية واحتلت تلك الدراسات اهتمام واسع، إذ عدت إستراتيجية التحرر المالي وعملية رفع القيود أو الحد منها من أبرز عمليات إعادة هيكلة القطاع المالي والمصرفي والتي أضفت على زيادة حرية حركة رؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة، وينصب التحرير المالي على تحرير حساب راس المال وإلغاء الضوابط على معاملاته وعلى الحسابات المالية الأخرى في ميزان المدفوعات، وقد بدأت العديد من الدول الأوروبية العمل في تحرير نظمها المالية منذ بداية عقد الستينات وقد



بكرت هولندا بذلك سنة 1966 ثم بلجيكا سنة 1969 ، ثم تعاقبت الدول على ذلك طيلة عقدي السبعينات والثمانينات من القرن الماضي ومن الدول من انتهى من ذلك ومنهم من لم ينتهي بعد<sup>1</sup>.

التحرر المالي بالمعنى الواسع هو مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً<sup>2</sup>. أو يعرف بالمعنى الضيق أنه : عملية تحرير العمليات السوق المالي من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي<sup>3</sup>.

2. استراتيجيات التحرر المالي: عموماً تأخذ هذه الاستراتيجيات مستويين من الإصلاحات وخصوصاً في الدول التي لم تلتحق بركب العولمة المالية هما<sup>4</sup>:

أ. سياسات التحرر المالي المحلي: وتتضمن جملة من الإجراءات تتعلق بإعادة تأهيل مؤسسات النظام المالي المحلي:

(1) تأهيل النظام المصرفي : ويتضمن ذلك ما يأتي:

- إجراء مراجعة شاملة للتشريعات والقوانين المعمول بها بهدف تعديلها وتطويرها لتتماشى مع التوجهات الحديثة للعمل المصرفي (الابتعاد عن التخصص والانتقال إلى أعمال المصرف الشامل، ترك الرسوم والعمولات للخدمة المصرفية تتحدد على أساس تنافسي حتى تتحسن جودة الخدمة المصرفية).
- الابتعاد عن الائتمان الموجه وإزالة الأسس والمعايير التي تحدد هيكل أصول المصارف مثل نسبة القروض على الودائع، وكذلك متطلبات الحصول على تفويض مسبق لتخصيص الائتمان والشراء الإلزامي لأدوات الدين علاوة على إعادة تكوين رأس المال المصرفي.
- إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية من خلال نقل ملكية جزء منها للقطاع الخاص وإصلاح الجزء الآخر منها ، وكل ذلك يجعلها تعمل في بيئة تنافسية تنعكس على تحسين فعاليتها المختلفة وتوسع نطاق أعمالها.
- إزالة كافة الضوابط الإدارية على سعر الفائدة وتحريره تدريجياً وإيقاف العمل بسياسات الكبح المالي.
- إنشاء نظام واحد محدد ومبسط للتأمين على الودائع ، إن ذلك يساعد على تقليل تكلفة فشل البنوك بالنسبة للحكومة، وتجنب مشاكل الخطر المعنوي الذي ينشأ عن وجود استعداد لتغطية غير محدودة بالنسبة للمودعين.

1 : رمزي زكي ، العولمة المالية – الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي، دار المستقبل العربي ، القاهرة ، 1999 ، ص ص: 82-83.

2 : عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص 15.

3 : نفس المرجع السابق ، ص 15.

4 : عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 22-28.

- تشجيع البنوك على فتح فروع ومكاتب لها في المناطق المختلفة للبلد ولتكون قريبة من عملائها، علاوة على تواجدها على الساحة العالمية من خلال فتح فروع لها في الخارج.
- السماح للبنوك الأجنبية بالتواجد على الساحة المحلية من خلال الترخيص لها ، فمن خلال تزايد وجودها والدور الذي تلعبه ، تجعل البنوك المحلية تستورد أفضل الممارسات لغرض تحقيق قدر أكبر من المنافسة في القطاع المالي، وفي ظل هذا التوجه يعتقد أن المنافسة شرط للكفاءة ولا تتحقق ما لم ترفع القيود عن دخول بنوك ومؤسسات مالية جديدة للسوق، ولا تخوف من أن ذلك قد يضعف النظام البنكي المحلي، فقد أسهمت البنوك الأجنبية في أوروبا الشرقية بتنمية الائتمان بمعدلات سريعة وساعدت على توفير متطلبات الانتقال إلى اقتصاد السوق.
- التحديث التقني سواء فيما يخص تطوير كفاءة الجهاز الإداري أو آلية العمل المصرفي في مجال نظام المدفوعات والتسوية والإيداع واستخدام أحدث التقنيات الحديثة.
- تشجيع الاندماج بين المؤسسات المالية ليس في داخل البلد الواحد فحسب بل عبر الحدود ، إن ذلك فيه تقوية للنظام ككل ، كما أنه يسهل على البنوك فتح المجال الإقليمي ، إذ مازالت الأنشطة عبر الحدود محدودة وأكثر البنوك لا تملك الحجم أو المقدرة على العمل في المجال الدولي.
- تطوير إدارة السياسة النقدية من خلال اعتماد السلطة النقدية بشكل أكبر على أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية لتل محل أسلوب التدخل المباشر مثل تطوير عمليات السوق المفتوحة التي تشكل أدوات الدين الحكومي من أذونات وسندات خزينة الأدوات الأساسية في تنفيذها، وكذلك إصدار شهادات الإيداع بالعملات المحلية للبيع في السوق النقدي لآجال متنوعة وكذلك اتفاقيات الشراء وإعادة الشراء.
- تفعيل أسس ومعايير الرقابة والإشراف بما ينسجم مع المعايير الدولية الحالية.
- العمل على تشجيع البنوك على إنشاء الشركات والصناديق من خلال العمل على تخفيض القيود أمام ذلك وتسهيل الإجراءات ، والعمل على زيادة تواجد المؤسسات المتخصصة على أن تكون ذات سمعة جيدة.
- إن شركات الخدمات مثل السماسرة والمتعاملين بتجارة الأوراق المالية ومكاتب تجمع الديون والوسطاء بين المقرضين والمؤتمنين على شركات أوراق الدين كلها من عناصر البناء التحتي للقطاع المالي.

## (2) تنمية وتعميق السوق المالي: وتشمل مايلي:

- زيادة عدد الشركات العاملة داخل السوق المالي من خلال توفير الظروف والمستلزمات والتشريعات لها من حيث إنشائها وحريتها في الدخول والخروج من السوق.

- تنويع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المتنوعة والتي تضمن للسوق توسعا وفعالية وتشجيع الفرص وتقليل المخاطر أمام كافة المتعاملين.
- تفعيل العمل بأسواق السندات على جانب أسواق الأسهم واعتبارها قناة أساسية للدخار والاستثمار.
- تحديث أنظمة العمل والتداول في السوق المالي لمتطلبات كفاءة وسرعة إنجاز الصفقات المالية وتبسيط إجراءاتها.
- العمل وفق المعايير الدولية في مجال المحاسبة والإفصاح المالي وبشفافية مطلقة في المعلومات.
- دعم عملية الإشراف والتنظيم المالي وفصل الدور الرقابي عن التنفيذي في السوق المالي من خلال تشكيل هيئة مستقلة في السوق المالي.

#### ب. سياسات التحرر الدولي: وتشمل مايلي:

- الفتح التدريجي لمؤسسات النظام المالي على النظام المالي العالمي وعلى أساس غير تمييزي
- العمل على تحرير تجارة الخدمات المالية.
- خفض القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية ومنح راس المال الأجنبي بعض الامتيازات للعمل داخل المؤسسات المالية المحلية.
- تحرير أسعار الصرف للعملات وجعلها تتقيد وفق آلية السوق.

#### 3. إيجابيات وسلبيات التحرر المالي:

الشيء الذي يذكر هو أنه ليس هناك إجماع بين الاقتصاديين على آثار التحرر المالي ومنافعه بالنسبة للاقتصاد العالمي أولاً، والدول بشكل انفرادي ثانياً، فهناك من أثبت جدواها في تدعيم الاستقرار الاقتصادي بين الدول أو في نقلها من مستوى تنموي معين إلى آخر أعلى ويعلمون ذلك على إيجابيات التحرر المالي ومنها<sup>1</sup>:

ترشيد القرار التمويلي: إن إضفاء الصبغة العالمية على عمليات التحرر المالي يتيح فرصاً كبيرة ومتنوعة من المعاملات المالية والمهم في ذلك أنها توفر خيارات وبدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي كونه يتيح التعامل مع أسواق متنوعة وواسعة النطاق تحقق مزايا كبيرة لطالبي التمويل.

<sup>1</sup> : منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في الاستثمار ، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية مصر الطبعة 2 سنة 2004، ص ص: 39 – 40.

➤ سهولة الوصول إلى مصادر التمويل: إن التحرر المالي يسمح للدول للوصول إلى الأسواق المالية بسهولة ويسر والحصول على الأموال لسد فجوة الموارد المحلية ففي دول شرق آسيا أدى التدفق المالي الناتج من الأسواق المالية ولغاية حدوث الأزمة الآسيوية 1997 بتعويض نقص الادخار المحلي والذي يقارب فيها المعدل المحلي للادخار 30%.

➤ الحد من زيادة المديونية: وتخص البلدان المدينة والتي أغلبها البلدان النامية إذ تسمح حركة الاستثمار الأجنبي المباشر بالتنوع وتوزيع أفضل للمخاطر من خلال الابتعاد عن التمويل بالقروض المصرفية والتجارية وبالتالي الحد من المديونية الخارجية وأعبائها كون تلك المصادر غير منشأة للديون.

➤ تخفيض تكلفة التمويل: التحرر المالي يعني العمل بآلية السوق وإحدى هذه الآليات هي المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين العاملين وأن التنافس بين مصادر التمويل الواسعة والمتنوعة يمنح ميزة خفض تكلفة التمويل للدول المحتاجة.

➤ نقل التكنولوجيا المتنوعة: يسمح الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره إحدى مجالات التحرر المالي على نقل التكنولوجيا وبأساليب مختلفة وإكساب الأيدي العاملة والمهارات والخبرات والفنون الإدارية وخصوصا في مجال استحداث خدمات مالية ومصرفية حديثة سواء ما يخص نظام المدفوعات أو استخدام النقود الإلكترونية والبنوك الإلكترونية ولتساهم جميعها في عمليات التمويل وتسوية المدفوعات.

➤ الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية: إن آليات النفاذ إلى التحرر المالي تؤدي إلى الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية وهذا يشجع الادخارات ويوجه مسارها من السوق المالي غير الرسمي إلى السوق الرسمي كما تشجع تلك الفائدة المقترضين على الاستثمار في النشاط الإنتاجي والصناعي في حين تؤدي إجراءات تحرير وتحديث النظام المالي المصحوب ببرنامح واسع للخصخصة إلى خلق بيئة مواتية لنشاط القطاع الخاص وكل ذلك يستقطب رؤوس أموال أجنبية ومن المقيمين المحليين في الخارج وقد تساهم في الحد من هروب الأموال المحلية.

➤ خفض أسعار الفائدة محليا: قد يسمح التحرر المالي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال وهذا يؤدي على خفض أسعار الفائدة محليا، مما يشجع المستثمرين على الاقتراض المحلي ورفع مستويات الاستثمار وفتح مشاريع جديدة وينعكس كل ذلك على زيادة معدل النمو الاقتصادي.

➤ توزيع الأصول وتقليل المخاطر: قد يسمح التحرر المالي بتوزيع الأصول الدولية وحسب نظرية تسيير المحفظة المالية للبنك وتنوع مواردها حسب Tobin & Markowitz والتي توضح أن الحصول على محفظة متنوعة من السندات تعد أفضل إستراتيجية للحصول على مردود أعلى مع أقل مخاطرة محتملة، وبالتالي فإن تنوع الأصول الدولية تستجيب لهذا الهدف طبقا لهذه النظرية، يضاف إلى ذلك فإن تنوع أصول واختلاف الموارد المالية العالمية تشكل قفزة نوعية في مجال العمل المصرفي

العالمي وكان له أثره الايجابي بحيث أدى إلى المنافسة بين الدول والمؤسسات المصرفية العالمية المختلفة وكل ذلك شجع على تطوير النظام المصرفي وبشكل متسارع وتوسيع الشبكة المصرفية العالمية وسرعة المبادلات المالية والتجارية.

أما معارضي التحرر المالي يرون فيه سلبيات كثيرة على الاقتصاد المحلي والعالمي وهي<sup>1</sup>:

✓ الخطر النظامي: ويحدث عندما يتسبب عجز هيئة عامة أو مجموعة من الهيئات المالية بإعلان إفلاسها للهيئات الأخرى سواء خلال أثر العدوى أو العجز الحقيقي ثم تحدث حالة انقطاع خطيرة في قلب النظام المصرفي المالي وهو يرتبط بعملية العدوى من سوق مالي لآخر وانعدام السيولة. ومن الشواهد على ذلك ما حدث في أزمة المكسيك والأزمة المالية الآسيوية من حالات إعلان بعض المؤسسات المالية إفلاسها.

✓ مخاطر تقلبات الرساميل القصيرة الأجل: أي الاختلالات الناجمة عن تدفقات رأس المال المتجه نحو الاستثمارات في المحفظة المالية مع تلك المتجهة نحو الاستثمار الأجنبي المباشر حيث يتصف الأول بقصر آجاله وضخامة حركته وتحقيقه الربح السريع ويحمل درجة قلب عالية حيث يدخل ويخرج بآجال قصيرة مؤديا إلى كثير من المشاكل وخصوصا المتعلقة (سعر الصرف، أسعار الأصول، الاستهلاك... إلخ) وهذا ما أشار تقرير الاستثمار العالمي سنة 1998 بأن درجة قلب الاستثمار في المحفظة تصل إلى 43% في حين لم تصل درجة قلب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى أكثر من 35% علاوة على تأثر الأول كثيرا بالعوامل النفسية والشائعات والتصريحات وبذلك تتسم قرارات الاستثمار في المحفظة المالية بدرجة عالية من الحساسية في الأجل القصير وإن حركته السريعة بين الأسواق قد يجعل تلك الأسواق في حالة اختلال مفاجئ.

✓ مخاطر سهولة انتقال الأزمة: من آثار العولمة المالية هو سرعة انتشار الأزمة بين المؤسسات المالية حين وقوعها لأنها تجعل من تلك الأسواق في تكامل وتمائل وتبادل حر.

✓ مخاطر هروب الأموال الوطنية: ويعني استخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها وبأشكال استثمارية مختلفة (الاستثمار في العقارات، الإيداع في البنوك الخارجية... إلخ) وعلى الرغم من أن تلك الظاهرة ليست بالحديثة ولكنها تكاثرت في ظل التحرر المالي فمثلا أن الأموال الهاربة للخارج مثلت في بعض الدول مثل فنزويلا 100% إضافة إلى دول أخرى تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج بنسب تتراوح بين 50-90% من إجمالي ديونها الخارجية وكذلك تقدر أموال الدول الخليجية المستثمرة بالخارج 800 مليار دولار.

✓ مخاطر تراكم الأموال: أدت عولمة الأموال إلى زيادة واضحة في تراكم رأس المال في الدول المتقدمة أو لدى مؤسسات مالية أو لدى أفراد معينين، أما الدول الفقيرة والتي تتميز بضعف الفعالية الاقتصادية شهدت هجرة في أموالها فالاستثمار

1 : منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 41 - 43.

الأجنبي المباشر يتجه أغلبه إلى الدول المتقدمة 70.7% في حين اتجهت نحو البلاد النامية مثلاً سنة 2002 حوالي 23% من الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي فضلاً عن التوزيع غير المتكافئ داخل تلك الدول نفسها إضافة إلى تراكم الأموال في مراكز مالية معينة ولدى أفراد معينين كما ذكر سابقاً.

✓ مخاطر عوامة المديونية: لقد عمدت البنوك الغربية وبالتعاون مع بيوت السمسرة المختصة إلى تحويل الديون الخارجية للبلدان النامية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية شأنها في ذلك شأن أية أداة مالية أخرى وأن هذا سيعرض تلك الدول إلى حالة عدم التأكد من ديونها نتيجة التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية وقد يعرضها ذلك إلى ارتفاع مديونيتها.

✓ مخاطر غسيل الأموال: إن عوامة الاتصالات والتحرر المالي وتنوع الأدوات المالية وشبكات الصراف الآلي باعتبارها من تقنيات التعامل عن بعد وكذلك استخدام النقود الإلكترونية كل ذلك يسمح بتعقيب مصادر الأموال لأنها أصبحت تحمل أرقام سرية ومشفرة وإمكانها المرور بعدد من الإجراءات قبل أن تدخل الدورة الاقتصادية لبلد ما وكلها عوامل ساعدت على توسيع أنشطة اقتصادية غير مشروعة والتي تمارس تحت ما يسمى بالاقتصاد الخفي ألا وهو غسيل الأموال\*<sup>1</sup> والتي كانت وما تزال ظاهرة عوامة تهدد النمو والاستقرار الاقتصادي من خلال انعكاساتها على مجمل النشاطات الاقتصادية والاجتماعية. والتقارير التي تبحت ذلك أكدت تناميها بشكل واسع وخصوصاً في النظام المالي والمصرفي العالمي حيث قدرت سنة 1996 بحوالي 6% من الناتج العالمي.

#### رابعا: العدوى وانتشار الأزمات في الأسواق المالية:

يعني انتقال العدوى أن حدوث أزمة في دولة ما يزيد من احتمالية حدوث نفس الأزمة في مكان آخر، فانهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما قد يترتب عليه نشوء أزمة ثقة تؤدي إلى انهيار أسواق المال في دول أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى، هذا من جهة كما نعي بالعدوى من جهة أخرى هو انتقال أزمة من قطاع إلى قطاع آخر داخل نفس الدولة مثلاً أزمة دين تؤدي إلى أزمة سعر صرف ثم أزمة مصرفية وصولاً إلى الانهيار الكامل.

#### 1. مؤشرات انهيار البورصة: يعني انهيار البورصة الهبوط الدراماتيكي المفاجئ في البورصة وذلك من خلال

عينة نموذجية ممثلة للأسهم في السوق ، ولا يوجد تعريف عددي محدد لانهيار السوق ولكن المصطلح المطبق بصفة

\*1: غسيل الأموال هي عملية للمتصلات الناجمة عن الأنشطة غير المشروعة (تجارة المخدرات ، الاختلاس ، تجارة الأسلحة ، الرقيق ، الدعارة...) لإخفاء مصدرها الأصلي وتمكنهم من إبعاد نظر الأجهزة المختصة عن مصادرها والقائمين عليها.

عامة هو ارتفاع النسبة المئوية (والتي تتكون من رقمين من مجموعة الأرقام التي تقل عن الرقم 10) للخسارة في مؤشر أسواق الأسهم لفترة زمنية تمتد إلى عدة أيام<sup>1</sup>.

هناك ظواهر تحد من كفاءة البورصة وتعرقل الدور الحيوي الذي يمكن أن تلعبه في دفع عجلة النمو الاقتصادي تعتبر مؤشرات انهيار البورصة وبالتالي تحدث أزمات مالية ويمكن إجمال هذه المؤشرات فيما يلي:

أ. **عدم تماثل المعلومات** (Asymmetric Information)<sup>(2)</sup>: تعتبر المعلومة عنصراً أساسياً في فهم وتشخيص علاقات الإقراض، وتجنب المخاطر بالنسبة للأعوان الاقتصاديين في ظل الخطر وعدم التأكد الملازمين للأسواق المالية، خاصة في ظل إشكالية عدم تناظر المعلومات ويقصد بها عدم إلمام أحد الأطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر لهذه الصفقة بما لا يمكنه من اتخاذ القرار الصحيح. هذا الأمر ما عمق الأزمة الأخيرة نظراً للعمليات الواسعة لتوريق القروض العقارية عالية المخاطر وهيكله المنتجات المالية ويترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور نوعين من المشكلات تتمثل فيما يلي:

● **مشكلة الاختيار السيء Adverse Selection problem**: ومضمون هذه المشكلة عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الصالح والطالح من الأفراد والمنظمات الذين يسعون للحصول على هذه الأموال لتمويل أنشطتهم الاستثمارية. وهذا ما قد يعرضهم للاختيار السيء أي لا توجه المدخرات بطريقة جيدة لاستثمارها، مع العلم أن هذه المشكلة تحدث قبل إتمام الصفقة المالية.

● **مشكلة مخاطر سوء النية Moral Hazard Problem**: أن أصحاب الأموال معرضين لمشكلة أخرى تحدث بعد إتمام الصفقة المالية وهي احتمال تعرضهم لمخاطر سوء النية من قبل مستخدمي الأموال الذين قد يقومون باستخدام الأموال في أنشطة لا يرضى عنها أصحاب الأموال كالأنشطة غير المنتجة أو مرتفعة المخاطر وهذا ما يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية تجاه أصحاب الأموال.

ب. **اثر العدوى contagion effect**: أن تزايد الانفتاح الاقتصادي والتكامل في أسواق المال وعمولة المعاملات الاقتصادية يؤدي إلى سرعة انتشار عدوى الأزمات المالية من الدول التي تنشأ بها هذه الأزمات إلى دول أخرى تربطها بها علاقات اقتصادية حيث يتزايد تأثير الأزمة المالية في الدول الأخرى مع اتساع نطاق الروابط، ويظهر اثر العدوى عندما ينتشر فقدان الثقة في بنية النظام المالي حيث يزداد معدل التصفيات وتزداد الضغوط من اجل البيع وسحب العملات<sup>3</sup>.

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار ، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة ، دار وائل للنشر ، عمان ، الطبعة 01 ، 2012/2011 ، ص 97.

2 - السيد البدوي عبد الحافظ - مرجع سبق ذكره - ص ص 16 - 22.

3 - ينظر: - إبراهيم عبد العزيز النجار - مرجع سبق ذكره - ص 23.

- شذا جمال خطيب - صغفق الركيبي - مرجع سبق ذكره - ص 63.

ت. **التقلبات والمضاربة<sup>(1)</sup> Volatility Bubbles and Speculations** : مع التطور في تنظيم أسواق الأوراق المالية تزداد المخاطر المرتبطة بالدرجة العالية من السيولة المتاحة ولا سيما مخاطر المضاربة حيث يسمح ارتفاع درجة سيولة السوق للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة وبتكلفة قليلة استجابة للتغيرات وهذا ما يؤدي إلى حدوث تقلبات مفرطة في العوائد وبالتالي إضعاف ثقة المتعاملين في البورصة، وقد تنشأ الضغوط المضاربية إما عن المعاملات الناجمة عن التفاؤل الزائد بخصوص تحرير المعاملات المالية والتي تتيح الفرصة للمضاربين للحصول على أرباح في الأجل القصير. فالزيادة الملحوظة في أسعار الأسهم في البورصة قد تكون نتيجة للفقاعات (Bubbles) التي تنتج عن المضاربات. وتوجد الفقاعة إذا كان سعر الأصل مرتفعا بدون سبب حيث ان المركز المالي للشركة لا يبرر هذا الارتفاع في هذا السعر. ويبقى هذا السعر مرتفعا لفترة طويلة نسبيا لكنه لا يلبث ان ينخفض انخفاضاً حاداً عند حدوث تغيرات مفاجئة في الظروف السائدة في البورصة وهذا ما يسبب انهيار في البورصة.

ث. **أسواق بالتراضي Marché de gré à gré**: لمعرفة العلاقة بين هذه الأسواق والأزمة الأخيرة يجب التعرف على بنيتها لتفسير الإشكال الذي واجهته المنتجات المالية المهيكلية. إن أهم ما يميز هذه الأسواق هو التداول الثنائي بين الزبائن والسماسرة حيث لا يتم الإفصاح عن أسعار وأحجام التداول، فضلا عن غياب الشفافية في ميكانيزمات تحديد الأسعار وعدم مراقبة السوق لتحديد المراكز المعرضة للخطر، وهذا خلافاً للبورصة التي تقوم بدور الوسيط في عمليات البيع والشراء حيث يتم التداول علناً. ولا تشتغل هذه الأسواق بسماسرة يتولون مهمة دعم سيولة السوق والحفاظ على العرض والطلب طوال يوم التداول، إذ يستطيعون الانسحاب خلال فترات الشدة من عملية صنع السوق ويتأثر التداول، وهو ما تم ملاحظته في الأزمة الأخيرة فبعدما كانت الأسواق بالتراضي سائلة تتداول فيها الأوراق المالية المهيكلية أصبحت عديمة السيولة وغير مرنة في مواجهة اضطرابات السوق فترتب عنها عجز في تقدير الأوراق المالية والمشتقات والاتجار فيها<sup>2</sup>.

ج. **المشتقات المالية**: هي عبارة عن أدوات مالية تسمح بواسطة عقد كل أو جزء من المخاطر المتعلقة بالقرض على طرف ثالث يعرف بمؤسسة مرجعية هذا النوع من المخاطر قد يكون إفلاسا أو مشاكل متعلقة بالسيولة أو انخفاض درجة التصنيف. وقد أثير جدل كبير حول هذه المشتقات خاصة وأنها تحولت إلى مصدر كبير للمجازفة والمراهنة، فتضاعف حجمها 100 تريليون دولار سنة 1998 إلى أكثر من 330 تريليون دولار في 2005 وهو نمو لا يوازيه نمو أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي، حيث استخدم 97% من هذا الحجم لغرض المراهنة، بينما استخدم 3% للتقليل من المخاطر (العرض الذي صممت من أجله هذه المنتجات). ومن أبرز أنواع المشتقات نجد التزامات الدين المضمون CDS والتي تعرف بأنها نوع

1 ينظر : - شذا جمال خطيب - صغفق الركيبي - مرجع سبق ذكره - ص 63.

Daniel goyeau, AminTarazi - op . cit - P 109.

2 - بهية بوكروح، مرجع سبق ذكره، ص 86.



من أنواع التأمين تنص على التعاقد بين طرفين، بائع الالتزام الذي يلعب دور المؤمن Assureur ومشتري الالتزام وهو المؤمن له Assuré. وفي هذا الإطار يدفع مشتري العقد عمولة سنوية للبائع مقابل تحمل الأخير لمخاطر عدم السداد، وفي حالة عجز المدين عن الدفع فإن الشاري يكون قد خسر العمولة ويحصل في المقابل على تعويض لكامل حقوقه على الغير، أما إذا لم يحدث العجز في الدفع فإن البائع يكون قد ربح العمولة ولن يتحمل أية تعويضات<sup>1</sup>.

ظهرت هذه التقنية لأول مرة في تعاملات بنك Morgan ثم عرفت رواجاً بلغ 900 مليار دولار سنة 2000 وقفزت قيمتها مع مطلع 2007 في الو.م.أ بمفردها إلى 62000 مليار دولار (ما يقارب مجموع الودائع المصرفية في العالم بأكمله). ساهم هذا المنتج المالي في الأزمة العالمية بشكل كبير حيث حول من وسيلة تغطية إلى أداة مضاربة ولعب دوراً أساسياً في تقلبات البورصات العالمية، كما ساهم في تشكيل منتج مالي مصطنع Synthétiques أي إنشاء أداة تهدف إلى الحصول على نفس مقابل المنتج المالي الطبيعي، ورواج هذه المنتجات مصدره سهولة استعمال مبدأ التأمين لمحاكاة أي عملية مربحة، علماً أن أهم ما يميز هذه الأسواق هو هشاشة CDS في ظل وجود خطر نظامي يصعب قياسه<sup>2</sup>.

ح. التوريق<sup>(3)</sup> La titrisation : يعتبر التوريق كأبرز متسبب في الأزمة ومثال على ذلك الأزمة المالية العالمية 2007 / 2008 ويمكن تعريفه بأنه عملية تحويل القروض المصرفية وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين .

ومن أهم العوامل التي تدفع بالبنك لاستعمال تقنية التوريق مايلي:

- تنويع مصادر إعادة تمويل البنك والتي تقتصر عادة على اللجوء للسوق النقدي.
- الحصول على السيولة من خلال إخراج الأصول غير السائلة من الذمة المالية للبنك.
- الحصول على عوائد في المدى القصير عوض انتظار مدة اهتلاك القرض.
- توجيه السيولة الناتجة عن التوريق لاستثمارات أخرى تعود على البنك بالربح عوض تركها مجمدة.
- تدر عوائد ثابتة على شكل عمولات لفائدة البنك المستعمل للتوريق نظير متابعته للمدينين.

1 - بهية بوكروخ، مرجع سبق ذكره، ص 88.

2 - نفس المرجع السابق، ص 89.

3 ينظر: - نصيرة دردر - التوريق البنكي أداة لجلب السيولة وتحقيق الربح في: (دورية دراسات اقتصادية - مركز البصيرة للبحوث - دار

الخلدونية - الجزائر - العدد الثاني عشر - فيفري 2009- ص ص: 87-88.

- يوسفات علي، بوزياني رحمانى هاجر - التوريق والأزمة المالية العالمية- على الموقع الإلكتروني:

(<http://www.iefpedia.com/arab/?P=5850> ( 20/05/2010))

-تساعد تقنية التوريق البنك على احترام القواعد الاحترازية ( قواعد التسيير في الميدان المصرفي) من خلال تحسين وضعية نسبة السيولة ونسبة الملاءة.

-التقليل من مخاطر القرض لأن المستثمر هو من سيتحمل مخاطر الأصول محل التوريق.

-تقدير القيمة السوقية للقرض البنكية.

فعملية التوريق تحقق منافع اقتصادية ليس على البنك فقط وإنما على الاقتصاد ككل ويمكن إيجاز هذه المنافع فيما يلي:

\*توسيع حجم الأعمال الخاص بالبنوك عن طريق ضمان نسبة عالية لدوران رأس المال.

\*تقليل مخاطر الائتمان من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.

\*تنشيط سوق رأس المال بصفة عامة وسوق تداول السندات بصفة خاصة وذلك من خلال تعبئة الأصول المورقة وتنويع

المعروض فيها من منتجات مالية.

\*تحسين بنية المعلومات في السوق.

\*اتساع سوق الديون من خلال جذب مجموعة كبيرة من المستثمرين.

\*تنشيط القطاعات الاقتصادية القابلة ديونها للتوريق.

وقد ظهر هذا الابتكار في الو.م.أ في السبعينات والثمانينات من القرن الماضي وخص القروض العقارية ، لكنه تطور مع بداية

التسعينات وأصبح يمس جميع المجالات الاقتصادية والتجارية والقروض الموجهة للمؤسسات وبطاقات القرض وقروض شراء

السيارات. ولهذا لم يتوقف المهندسون الماليون من تقديم اقتراح منتجات مالية أكثر تطوراً مثل MBS, CBO, ABS.

إن ميزة التوريق العقاري هو توفير السيولة لمؤسسات التمويل العقاري نظراً لكبر حجم الديون العقارية وطول مدة سدادها والتي

غالباً ما تنشئ عن الاقتراض بغرض تمويل شراء، بناء أو ترميم الوحدات العقارية، وهذا ما يتطلب كما هائلاً من السيولة

المتاحة للتمويل. لذلك تلجأ شركات الإقراض العقاري إلى بيع مجموعة من الرهونات العقارية لشركة التوريق، ثم تقوم شركات

توريق الديون العقارية بشراء أصل الدين من جهة التمويل على أن تصدر هذه الشركات سندات طويلة الأجل في حدود نسبة

معينة من أصل قيمة العقارات، وذلك بعد أن يتم تصنيفها وتطرح في سوق راس المال للبيع للمستثمرين.

خ. وكالات التصنيف الائتماني: إن إحدى الوظائف الرئيسية للأسواق هي معالجة المعلومات المتاحة للتمكن من الحصول

على أسعار مختلف الأصول المالية ، خاصة وأن الأعوان الاقتصاديين لا يتوفرون على نفس القدرة على تحليل المعطيات. وفي

هذا الصدد توفر وكالات التصنيف للمستثمرين معطيات حول خطر عجز المصدر عن السداد، حيث يرافق التنقيط تطور

الأسواق السائلة والعالمية، وبهذا شكل التنقيط شرطاً ودعامة رئيسية للاشتغال الجيد للأسواق ، وهذا ما كشفه انهيار سوق

التوريق. ومن المفترض أن تكون هذه الوكالات مستقلة ونزيهة تفحص وضعية المؤسسات بغرض إطلاع المدخرين والمستثمرين

عن حالتها المالية ومدى شفافتها، فتعتبر مؤسسات خاصة أهمها: Fitch, Moody's, Standard & Poor's من مصلحتها القيام بمهامها بأكثر دقة بغية الحفاظ على صورتها وسمعتها وإرضاء زبائنها الذين يتوجهون لمنافس آخر في حالة اعتبارهم أن التنقيط غير عادل. ولكن وعلى غرار الفاعلين في الأزمة قامت هذه الوكالات بالبحث عن تحصيل أكبر قدر من الأرباح من الزبائن، فتساهلوا في أداء مهامهم ، وتضاعف الدخل الإجمالي للوكالات الثلاث الأساسية ما بين 2002 و2007 محققا زيادة من 3 على 6 ملايين دولار. ولم يقتصر الإشكال على هذا الأمر ، بل تعداه إلى النماذج التي استخدمتها وكالات التصنيف ، فهي غير كافية للتنبؤ بمستوى حالات عدم الملاءة الفردية وكيفية وقوعها عبر أسواق العقار في الو.م.أ. وفي المقابل تعقد المنتجات التي يتم تنقيطها ، اكتفت وكالات التصنيف باستعمال المعايير التقليدية التي تصلح للمنتجات الكلاسيكية مع التقييم السيئ للمخاطر كما شكل عددها المحدود إشكالا ذي طبيعة ومخاطر مختلفة حيث وجدت نفسها في صراع للمصالح<sup>1</sup>.

## 2. ماهية العدوى

### أ. تعريف العدوى

يمكن للعدوى أن تنتقل من خلال ثلاث آليات مهمة لانتشار الأزمة<sup>2</sup>، الآلية الأولى تركز على الصدمات العالمية التي تتزامن آثارها في عدد من الدول بحيث تؤثر هذه الصدمات على المتغيرات الأساسية في تلك الدول، مثال ذلك ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية والتي ولدت أزمة مديونية في دول أمريكا اللاتينية في بداية الثمانينيات، كذلك يطلق على هذه الآلية بالآثار الموسمية أو آثار المانسون Monsoonal effects، أما الآلية الثانية : الآثار الجانبية أو العرضية Spillover effects وتشير إلى التأثير الذي تمارسه صدمة في دولة ما على سلوك وحركة المتغيرات الكلية الأساسية في دولة أو مجموعة دول أخرى وذلك من خلال الروابط الحقيقية بين الدول مثل التجارة الدولية أو التنسيق بين السياسات حيث يترتب على تخفيض سعر الصرف في دولة ما زيادة القدرة التنافسية لسلعها في السوق الدولي وبالتالي تناقص القدرة التنافسية للدول الأخرى، وأخيرا العدوى الصافية purecontagion تقوم بالأساس على تغير هيكلية وجذري في توقعات المستثمرين التي لا ترتبط بتغير المتغيرات الأساسية وتزداد قابلية العدوى كلما تزايد الدين الخارجي ذو الفوائد المتغيرة وانخفض مستوى الإحتياطيات الدولية وازداد العجز في الميزان التجاري.

<sup>1</sup> - Jacques Attali, Op.cit, P58.

<sup>2</sup> - Sophie Brana, Delphine Lahet – La propagation des crises financiers dans les pays émergents : La contagion est-elle discriminante ? , In( Revue Economie Internationale, Mars 2005, N° 103, Ed. Documentation Française, P77).

## ب. أسباب انتقال العدوى:

وتجدر الإشارة إلى أن هناك أسباب عديدة لانتقال العدوى نذكر منها<sup>1</sup>:

- إعطاء بيانات غير كاملة.
- الترابطات الحقيقية والتي تتضمن تدفق التجارة.
- الترابطات المالية.
- فرضيات إشارة التنبيه، فملتعملون في السوق يقللون من التعامل مع الدول التي تبدو أنها عرضة للخطر.
- اتخاذ دولة معينة لسياسة داخلية تؤثر على دول أخرى مثل تخفيض سعر صرف عملة بلد معين يخفض من تنافسية الدول الأخرى. لكن السؤال الذي يطرح عند هذا المستوى هل كل الأزمات المالية معدية؟.

في الحقيقة يرى محللون وصناع السياسة في الولايات المتحدة الأمريكية أن بعض الأزمات هي التي تبدو معدية، لهذا يودون معرفة سبب ذلك، وكذا معرفة السبب في أن بعض أسواق المال المشتركة والبارزة تبدو عرضة للعدوى في حين لا تتعرض أسواق أخرى لهذه العدوى، هناك وجهة نظر ترى أن العدوى المالية تناظر أو تشبه من الناحية الطبية الأمراض والأوبئة، فهي مدمرة، لا يمكن التنبؤ بها ولا ترتبط بالتطورات التي تحدث في الاقتصاد الكلي في الدول التي تعاني من انكماش في اقتصادياتها، وهناك وجهة نظر أخرى متناقضة تماما، وهي أن جميع الأزمات المالية والتي تتضمن أو تشمل ما يشبه الأزمات المعدية هي ببساطة أزمات وليدة استجابة مستمرة للأزمة الاقتصادية المحلية، وكذا استجابته المحتملة أو تجاوبه مع الإدارة السيئة للاقتصاد من جانب الحكومات الوطنية، وهذه الأخيرة تتفق مع الأسباب التي ساقها الاقتصاديون في جنوب شرق آسيا للأزمة التي مرت بهم حيث يرون أن الأسواق كانت ضئيلة وهزيلة والقائمين بالعمل فيها قليلي أو عديمي الخبرة ويعتبر المستفيدون من هذه الأسواق في الحقيقة هم القائمين على مقاليد الأمور في الدولة كما في حالة تايلاند واندونيسيا، حيث أن هؤولاء هم من شجعوا هذه الأسواق وسمحوا للمستثمرين القادمين من الغرب للتعامل فيها وتحقيق الربح السريع أو بتعبير أدق " اقتناص الأرباح بسرعة الضوء "، ويضيف هؤولاء القول أن الولايات المتحدة الأمريكية قامت بالضغط على تلك الدول لكي تؤسس أسواق للأوراق المالية على النمط الغربي، حيث تمكن الرأسماليون من التعامل في تلك الأسواق من خلال تشجيع " الاستثمار الأجنبي " داخل هذه الاقتصاديات والذي يدعون أنه أحد ضروريات الاقتصاد العالمي الجديد.<sup>2</sup>

وتعتبر أكثر الأسواق خصوبة لتحقيق هذا الهدف الأسواق النامية، حيث يمكن للمستثمرين التأثير على أسعار هذه الأسواق،

1 - عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي ، العولمة المالية و إمكانات التحكم ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، سنة 2005 ، ص 28.

2 - نفس المرجع السابق، ص 30.

فأسواق البلدان النامية صغيرة ويسهل للمستثمر الأجنبي تدبير رفع أسعار الأسهم ويعد المستثمرون المحليون قليلون، كما يفتقدون رأس المال والخبرة، أمام قسوة الأسواق وجراءة المستثمرون الأجانب. فعندما يدخل سماسرة البورصة هذه الدول، غالباً ما يأتون في شكل مصدر استثماري بقيمة رأسمالية ضخمة تقدر بالملايين ما لم تكن بالمليارات من الدولارات، وهذه الأموال إما أن تكون من أثرياء الغرب أو قروض من البنوك، ثم يبدأ في عملية شراء الأسهم المحلية، وهو لن يقبل أن يبقى في دور المتفرج حتى ترتفع قيمة الأسهم، بل يلجأ إلى العديد من الأساليب معظمها غير أخلاقي - كما أشرنا إلى ذلك في المبحث الرابع من الفصل الثاني - لزيادة قيمة الأسهم المشتراة والتي لا يدرك السماسرة المحليون حقيقتها، الأمر الذي يؤدي بهم إلى التكالب على شراءها مما يؤدي إلى ارتفاع مفاجئ عادة، أو ربما تدريجي لقيمة هذه الأسهم، هنا يتم البيع إلى المستثمرين المحليين في أسواق الأوراق المالية المحلية، بعد اقتناص الربح، ثم البحث عن أسهم شركة أخرى بنفس الدولة أو في مكان آخر وكل هذا يتم قبل أن يدرك المستثمرون المحليون ماذا حدث، وفي الغالب تعمل العديد من مصادر رؤوس الأموال بشكل جماعي كمجموعة واحدة في السوق، حيث تتشابه أهدافها وأنشطتها معاً، فتنهار أسواق الأوراق المالية عندما تقرر هذه المصادر سحب استثماراتها على الفور متسببة في انهيار العملات المحلية ومهددة البنوك التي تمنح القروض الائتمانية إلى المستثمرين المحليين طبقاً لدراسات مسبقة، وعلى ضوء ذلك فإن التطورات الاقتصادية والسياسية في دولة ما تفسر أسباب معاناة الدول من الأزمات كما توضح متى تعاني هذه الدول من تلك الأزمات، والمضاربون هم أول من يدرك أهمية هذه التطورات، وبالتالي فإن المشاكل والصعوبات المالية في دولة ما من الممكن أن يكون لها تأثيرها المحدود على الأسواق المالية في دولة أخرى ما لم تكن هناك علاقة وروابط اقتصادية قوية تربط بينهما.<sup>1</sup>

### 3. نماذج انتقال العدوى المالية

هناك أربعة نماذج للعدوى المالية يمكن تلخيص مضامينها فيما يلي :<sup>2</sup>

#### أ. نموذج الروابط الاقتصادية لانتقال العدوى :

طبقاً لهذا النموذج، فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجارياً أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها. وهذا بالضرورة يمثل حالة خاصة في تفسير الصدمة أو الهزة المشتركة الناتجة عن أزمات تحدث في العديد من الأقطار أو البلدان والتي فيها تمثل الهزة أو الصدمة الخارجية حدث مالي على نطاق دولي واسع أو عبر

1- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

2 - نفس المرجع السابق، ص ص: 35-38.

أعالي البحار، وتتضمن أشكال هذا النموذج الأشكال التي قدمها كل من Smets وgerlach عام 1994، Kasa وHuh عام 1997.

ومثال ذلك تخفيض قيمة العملة الإجمالي الذي يؤثر على شروط التجارة بين الدول، وبمجرد أن تحدث الأزمة الأولية يصبح بالإمكان التنبؤ بسهولة الأزمات التي سوف تحدث في الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى، لأن نماذج التجارة معروفة جيدا أو بطيئة التغيير إلى حد ما، ومع ذلك ليس هناك وضوح في موقف الدول المتأثرة بالأزمات وما يجب أن تفعله لمنع وقوع الأزمات، إلى جانب قيامها بإجراء تعديلات لسياساتها بسرعة بقدر الإمكان، حتى يتسنى لها جعل سياستها الاقتصادية متماشية مع الموقف الجديد.

### ب. نموذج زيادة الوعي لانتقال العدوى:

يربط الفجوات المعلوماتية بالأسس الاقتصادية الضعيفة الثابتة، وهنا يفترض بأن البيانات وتحليل الأسواق الفردية التي برزت حديثا إما هي بيانات وتحليلات ضعيفة المستوى أو رقيقة المستوى يمكن استغلالها أو الاستفادة منها من جانب المستثمرين، ولأنها أسواق لا يمكنها أن تجمع البيانات ذات الصلة أو الارتباط بجميع الدول، فإن المستثمرين على اختلاف قدراتهم يركزون على القليل من هذه الأسواق. وعندما تقع هذه الدول في مشاكل فإن المستثمرين يتحولون بأنظارهم إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع سنداتهم وأوراقهم المالية الأخرى، ولذا يحاولون شراء الأصول من هذه الدول، وهذا النموذج يرتبط ارتباطا وثيقا بنموذج سلوك القطيع (النموذج الرابع)، والتميز الأساسي هنا هو أنه في عالم يتزايد فيه الوعي فإن الدول التي تمر بأزمات مالية عادة ما تكون البيئة الأساسية فيها ضعيفة، ومن ثم تجد الدول التي تمر بمشاكل تشبه مشاكل الدولة التي تمر بالأزمة، أو تلك التي تعاني من فجوات ومشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبها هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد وكذا الإبلاغ عنها بشكل سليم يمكن أن يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات وتحسين السياسات التي قد يكون لها تأثيرها الفاعل.

### ت. نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية لانتقال العدوى:

نجد أن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تحديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية، وهنا يجد هؤلاء أنفسهم يتجاوزون مع بيع أصول الدول الأخرى الداخلة في سوق الأوراق المالية وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول. وبقدر ما يستطيع مديرو الأوراق المالية تجميع وتصنيف الدول في شكل سندات وأوراق مالية طبقا لموقع هذه الدول الجغرافي بقدر ما تكون إمكانية التنبؤ بهذا النوع من العدوى على مستوى جيد، وعلاوة على ذلك فإنه من بين الدول الأكثر عرضة لهذا النوع من العدوى هي الدول التي

تعاني من ديون خارجية كثيرة تمثل دين إقليمي في شكل أوراق مالية لأن مثل هذه الأوراق يتم رفع قيمتها من خلال أدوات مشتقة أو ثانوية، ومع ذلك كلما تم تحديد تركيب أو تكوين الأوراق المالية قانونا فإن الموقع الجغرافي لم يعد مؤشرا مقيدا في إمكانية التعرض لأزمات مالية.

### ث. نموذج سلوك القطيع لانتقال العدوى:

يقوم المستثمرون في هذا النموذج بخلق عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون.

إن الأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى ولو لم يكن هناك أية تغيرات في هذه البلدان، وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم وغالبا ما يكون هذا السلوك من جانب الدائنين ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات والشفافية يدفعهم إلى اتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض، إن عدوى الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة " بنداء الاستيقاظ " wak up coll، بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمعترضين في البلدان الأخرى، ومن هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدي إلى انتشار الأزمة. وعلى النقيض من نموذج الوعي المتزايد فإن البنية الاقتصادية الأساسية لا يتعين أن تكون ضعيفة حتى يصاب المستثمرون بنوع من الذعر، فإذا كان المستثمرون نمطيين ومن الذين يعملون في مجال تجارة التجزئة فإن إمكانية التنبؤ في هذه الحالة تصبح نسبية فاعتناق الدولة لسياسة الاستثمار في تجارة التجزئة يعد مؤشر قوي على مدى إمكانية تعرضها للعدوى. أما إذا اتخذت الدولة خطوات تجاه الحد من الاستثمارات في تجارة التجزئة إلى أن تنشط وتأسس نظم وقواعد المعلومات لديها، وكذا أسواقها المالية، كل هذا من شأنه أن يقلل من احتمال الإصابة بالعدوى، ولكنها في نفس الوقت تقلل من فرص بعض الاستثمارات الجيدة، وأيضا ليس من الواضح أن مثل حالات الذعر هذه قاصرة على المستثمرين النمطيين، لأن التفاعل مع الإشاعات غير السليمة قد يكون مؤكدا عندما تكون المعلومات غير كاملة أو تكلفة الحصول عليها مرتفعة.

### 4. الانهيار في البورصات سنة 2008:

في سبتمبر 2008 انهارت العديد من المؤسسات المالية في الو.م.أ بسبب أزمة الرهون العقارية الأقل جودة وأزمة مقايضة الديون التي تخلف أصحابها عن السداد حيث نتج عن ذلك ظهور أزمة تطورت بسرعة وأصبحت أزمة عالمية كان من نتائجها سقوط أعداد من البنوك في أمريكا وأوروبا والعالم وحدث انخفاض حاد في قيمة الأسهم والبضائع على مستوى العالم. وقد

دفعت هذه الأزمة بشقيها المالي والاقتصادي بعضا من دول العالم إلى إغلاق أسواقها المالية ففي 8 أكتوبر 2008 أوقفت إندونيسيا التجارة في سوق الأسهم بعد هبوط في أسعارها بلغ 10 % في يوم واحد، وبعد توقف تجارة الأسهم في أيسلندا استغرق ثلاثة أيام هي التاسع والعاشر والثالث عشر من أكتوبر 2008 قام سوق الأسهم في أيسلندا بإعادة فتح السوق في 14 من نفس الشهر حيث أغلق مؤشرها الرئيسي OMX Iceland 15 في هذا اليوم على 678.4 نقطة وذلك بانخفاض مقداره 77% مقارنة بالنقاط التي أغلق عليها المؤشر في الثامن من أكتوبر 2008 وهي 3004.6 نقطة وهذا ما يعكس حقيقة أن قيمة البنوك الكبيرة الثلاثة في أيسلندا والتي تشكل 73.2% من قيمة المؤشر الأيسلندي أصبحت تساوي صفرا<sup>1</sup>.

جدول رقم 15 : نسبة التراجع في مختلف بورصات العالم سنة 2009

البورصة	التراجع خلال سنة 2009 (%)
لندن	33.90
زيوريخ	36.24
مدريد	40.69
فرانكفورت	42.15
باريس	44.49
مؤشر داوجونز ستوكس	44.64
مؤشر داوجونز 600	45.25
مؤشر داو جونز يورو	45.77
بودابست	51.78
براغ	53.6
أمستردام	53.14
بروكسل	55.36
أثينا	66.37

1 : علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره ، ص 102.



71.40	موسكو
-------	-------

المصدر: علي محمد الفتاح أبو شرار، الأزمة المالية الاتحادية العالمية الراهنة، دار وائل للنهر، عمان، الطبعة 01.

103، 2012/2011.

من خلال الجدول المدون أعلاه يتبين أن سنة 2008 سنة الخسائر المرعبة في أوساط عالم المال والأعمال فالحديث يدور عن أقل البورصات خسارة ومن غير الوارد بالمطلق التحدث عن أرباح فجميع البورصات تساوت في ضياع أموال المستثمرين فيها، فكانت بورصة لندن أقل البورصات خسارة حيث كانت خسارتها 36% وكانت أعلى الخسائر في بورصة موسكو حيث بلغت 71% ثم تلتها بورصة أثينا وكانت خسارتها 66%.

ويرجع هبوط أسعار أسهم البنوك والمؤسسات المالية الكبرى على فقدان الثقة بها بعد إعلان العديد منها عن شطب مبالغ ضخمة من أصولها الثابتة، وقد وصلت هذه الأوضاع قمتها في 15 سبتمبر عندما أعلن بنك الاستثمارات الأمريكي "ليمان برادرز" عن خسائر فادحة وكان المحللون يعتبرونه من أقوى البنوك في العالم وبعد يوم واحد من سقوط هذا البنك أعلن عن بيع بنك "ميريل لينش" وقامت الحكومة الأمريكية بتأميم مؤسسات مثل "فاني ماني" و "فريدي ماك" و "إيه أي جي" علما بأن الحكومة الأمريكية لا تعترف بكلمة تأميم لأنها ترجع في أصلها إلى القاموس الاشتراكي وتدعي بأن الخطوة هي عمليات دعم مالي من خلال شراء الأسهم. وفي إنجلترا كانت أكبر نسبة هبوط في أسهم بنك "إتش بي أو إس" حيث كانت 90.71% وكذلك بنك "روايال أوف سكوتلاند" 88.8% وفق مؤشر بورصة لندن. وفي سويسرا انخفضت أسهم بنك "يوي إس" 72.96% وبنك "يوليوس بير" 59.79% و "كريدي سويس" 59.33%. وفي ألمانيا انخفضت قيمة أسهم بنك البريد الألماني 77% و"كرومتس بنك" 75% و"دوتشيه بنك" 71%. وفي بورصة باريس الفرنسية لم تحقق الشركات الفرنسية أرباحا بل على العكس من ذلك كانت الخسائر كبيرة في أسهم شركات صناعة السيارات فمثلا شركة "رينو" كانت خسارة أسهمها تساوي 82% وشركة "بيجو" 87% وكانت الخسارة متواجدة أيضا في أسهم صناعة السيارات الأوروبية ما عدا أسهم شركة "فولكسفاغن" الألمانية التي تمكنت من تحقيق أرباح نسبتها 63%<sup>1</sup>.

ومن المعروف أن السوق الأمريكية تستورد قسم كبير من وارداتها من الاتحاد الأوروبي ودول آسيا وعليه فإن الشركات الصناعية في هذه الدول تروج 70% من منتجاتها في السوق الأمريكي وفي حالة تراجع الاقتصاد الأمريكي فإن هذه الشركات الصناعية الأوروبية والآسيوية تتعرض إلى انخفاض في مبيعاتها وربحيتها، وعندما تبدأ المؤشرات الاقتصادية بالتراجع في الاقتصاد الأمريكي فإن هذه الشركات الصناعية الأوروبية والآسيوية تتعرض إلى انخفاض في مبيعاتها وربحيتها وعندما تبدأ المؤشرات الاقتصادية بالتراجع في الاقتصاد الأمريكي تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتقهقر لأن صناديق الاستثمار ومؤسسات رأس المال تبدأ

1: علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 104.

بالتخلص من الأسهم مما يؤدي إلى تراجع قيمتها السوقية وانخفاض أسعارها على المستوى العالمي علما بأن مؤسسات المال العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية تحرص على تنويع استثماراتها في كافة بورصات الأوراق المالية وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي بورصة عالمية. وهكذا فقد انخفضت أسعار أسهم العديد من الشركات والبنوك انخفاضا حادا نتيجة للأزمة المالية العالمية في الو.م.أ وبقية بلدان العالم، وقد حملت هذه الأزمة في طياتها تدهور أسواق المال العالمية ومن أهمها البورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية والعربية وذلك كمايلي<sup>1</sup>:

أ. انخفاض مؤشرات البورصات الأمريكية: نتيجة للأزمة العالمية تأثرت أسواق الأسهم الأمريكية بدرجة كبيرة مما أدى إلى انخفاض وهبوط المؤشرات بدرجة كبيرة ومن أهم هذه المؤشرات مايلي:

- انخفاض مؤشر ناسداك Nasdaq من 2300 نقطة التي وصل إليها في فبراير 2007 إلى 1532 نقطة في فبراير 2009.

- انخفاض مؤشر داوجونز Dowjones من 121000 نقطة في فبراير 2008 إلى 7950 نقطة في فبراير 2009.

- انخفاض مؤشر Standard & Poor's 500 من 1300 نقطة في فبراير 2008 إلى 834 نقطة في فبراير 2009.

ب. انخفاض مؤشرات البورصات الأوروبية: من أهم البورصات الأوروبية التي تأثرت بالأزمة مايلي:

(1) بورصة لندن **FTSE 100 Stock Index** : حيث انخفض مؤشر بورصة لندن الرئيسي من 5700 نقطة في فبراير 2008 إلى 4200 في فبراير 2009.

(2) البورصة الألمانية **Dax Stock Index** : حيث انخفض مؤشر البورصة الألمانية نتيجة للأزمة العالمية من 6500 نقطة في فبراير 2008 إلى 4500 في فبراير 2009.

(3) البورصة الفرنسية **CAC 40 Stock Index**: تأثرت البورصة الفرنسية بالأزمة المالية العالمية فقد انخفض مؤشر البورصة من 4700 نقطة في فبراير 2008 إلى 3000 نقطة في فبراير 2009.

ت. انخفاض مؤشرات البورصات الآسيوية: تأثرت أيضا أسواق المال الآسيوية نتيجة للأزمة الأمريكية ومن أهمها:

(1) البورصة اليابانية **Nikkei 225 Stock Index** وقد انخفض مؤشرها على غرار البورصات العالمية من 13000 نقطة في فبراير 2008 إلى 7800 نقطة في فبراير 2009.

1 : علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 106 - 109

(2) **البورصة الصينية Hang Seng Stock Index**: وتأثرت البورصات الصينية بالأزمة المالية وعليه فقد انخفض مؤشر البورصة 23000 نقطة في فبراير 2008 على 13600 نقطة في فبراير 2009.

(3) **بورصة سنغافورة Straits Times Stock Index**: تأثرت بالأزمة المالية العالمية وانخفض مؤشرها من 2900 نقطة في فبراير 2008 إلى 1650 نقطة في فبراير 2009.

ث. انخفاض مؤشرات البورصات العربية:

(1) **البورصة المصرية « Case 30 Stock Index » EGX 30 Index**: تأثرت البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية وهبطت هبوطا حادا حيث يقيس مؤشرها أفضل 30 شركة في البورصة وقد انخفض هذا المؤشر من أعلى قيمة وصل إليها في السنوات الماضية حيث أنه وصل إلى مستوى 12000 نقطة في أبريل 2008 إلى أن وصل إلى 3500 نقطة في فبراير 2009 وهذا دليل على أن البورصة المصرية تراجعت في أقل من سنة أكثر من 70% ثم ارتفعت مرة أخرى حتى وصل مؤشرها في أبريل 2009 إلى 4950 نقطة.

(2) **البورصة السعودية: General Stock Index**: انخفضت اسهم البورصة السعودية وهي أكبر البورصات العربية متأثرة بالأزمة المالية العالمية مثلها مثل جميع البورصات في العالم.

(3) **بورصة الإمارات: Dubai Stock Abu Dhabi Stock Index**: تأثرت الأسواق المالية في الإمارات بالأزمة المالية العالمية وانخفض مؤشر سوق دبي من 6000 نقطة إلى 1500 نقطة ، أما سوق أبو ظبي فكان أقل حدة من سوق دبي حيث انخفض مستوى المؤشر من مستوى 5000 نقطة إلى أعلى من 2000 نقطة.

المبحث الثاني: الأضرار الملحقة لأزمة 2008

إن أزمة 2008 تعد من أخطر الأزمات التي تعرض لها النظام الاقتصادي العالمي حيث ضربت الاقتصاد الأمريكي في ظل العولة وآليات السوق وانتقلت العدوى إلى الأسواق المالية العالمية حيث شهدت اضطرابات حادة انعكست على جميع الاقتصاديات بدرجات متفاوتة وهذا بفعل التشابك الاقتصادي والمالي الدولي، ويمكن أن نوضح ذلك كمايلي:

أولاً: التحاق عدوى الضرر بمختلف الاقتصاديات

ثانياً: أضرار الأزمة المالية العالمية على الو.م.أ

ثالثاً: أضرار الأزمة المالية العالمية على الاتحاد الأوروبي

رابعاً: أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم دول الشرق الآسيوية

خامساً: أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم دول أمريكا اللاتينية

سادساً: أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم الدول العربية

أولاً: التحاق عدوى الضرر بمختلف الاقتصاديات

**1. الإطار التحليلي للعدوى:**

إن فهم أزمة 2008 يتطلب إدراج إطار تحليلي جديد للعدوى، فقد تداخلت العديد من العناصر وعملت على توسع وانتقال الأزمة على المستوى العالمي، إن الإفراط في المخاطر وتضاعف الخسائر في سوق العقار الأمريكي عالي المخاطر لا تفسر بمفردها انهيار الأسواق المالية وتدهور أصول المستثمرين فقد عمل توسع نموذج الأعمال لإصدار القروض وتوزيعها وتضاعف المتدخلين مع احتمالات إعادة التمويل وتعدد الابتكارات المالية على إنشاء قنوات جديدة لتحويل المخاطر. وقد استدعى هذا الإطار الجديد لتحليل العدوى إدراج سلوك وكالات التصنيف الائتماني التي خلقت جوا من عدم اليقين وسارعت في انهيار السيولة، خاصة وأن المستثمرين في المنتجات المالية المهيكلة يولون أهمية كبيرة لتصنيف هذه الوكالات، وبهذا فغن المستثمر يتأثر بشدة بتدهور هذا التصنيف، وفضلا عن العناصر سابقة الذكر فقد شكلت المنتجات المالية المهيكلة وسيولتها الضعيفة وعم اليقين الذي عزز انتقال الصعوبات إلى أجزاء أخرى من السوق المالي وإلى منتجات مالية أخرى غير

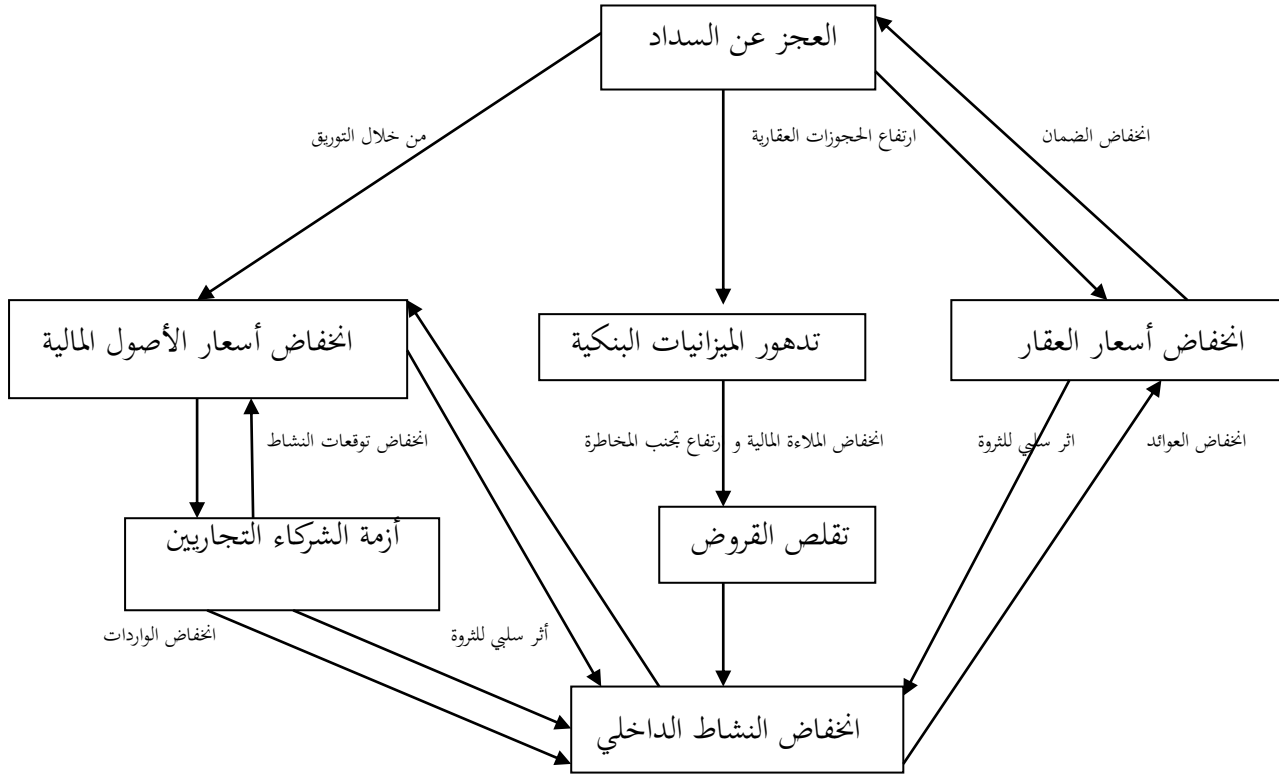
العقارية، قنوات جديدة لانتقال الأزمة. كما شكل كذلك تدهور فاعلين آخرين في النظام المالي مثل شركات التأمين أحادية النشاط إلى جانب المستثمرين موردا جديدا لتوسع الصعوبات.

شكلت خسائر شركات التأمين أحادية النشاط عاملا أساسيا لانتشار الأزمة خاصة وأنها اهتمت في السنوات الأخيرة بتأمين المنتجات الهيكلية المدعومة برهونات عقارية وبالأخص عالية المخاطر، فضلا عن أنها غالبا ما ضمنت شرائح يفوق تصنيفها مرتبة AA (Super Senior, Senior) مما سمح لها بتقليص مبلغ رأس مالها الخاص الإجمالي. ولمزيد من التفصيل فإن مؤسسة « Financial Guaranty Insurance Company » FGIG المختصة في هذا النوع من التأمين قد التزمت بمبلغ 500 مليار دولار منها 30 مليار مرتبطة بالرهونات العقارية عالية المخاطر، رغم أن رأسمالها لا يتجاوز 2.6 مليار دولار. وفي ظل التنقيط السيئ للأوراق المالية والتدهور الحاد لقيمتها تحمل المؤمن خسارة كبيرة خاصة وأنها (شركات التأمين أحادية النشاط) ضمنت أوراقا مالية مرتفعة المخاطر دون أن تتوفر على رأس مال كاف فتدهورت بدورها وشكلت عاملا لنشر الأزمة ذلك أن انخفاض تنقيط الأوراق أثر على الوسطاء الماليين الذين لجأوا لهذا التأمين<sup>1</sup>.

ولما كان ارتفاع حالات عدم السداد في القطاع العقاري كبيرا توجه البعض لاستعمال نموذج الدومينو للعدوى المالية ( يتم شرح العجز عن السداد لمؤسسة مالية عن طريق الميكانيزم التالي: في حالة إقراض مؤسسة A إلى B ، وإقراض B لـ C ، فإن العجز عن السداد الذي يصيب C يتسبب في إحداث عجز لدى B والذي بدوره يؤثر على قدرة سداد المؤسسة A). لكنه اعتبر من طرف البعض نموذجا غير كامل ولا يسمح بفهم العدوى المالية للأزمة الأخيرة في ظل هذا النظام المالي المتطور، وإن كان فعلا فغن العجز عن السداد بالنسبة للقروض ذات خطر سيكون لها أثر محدود وإذا ما تمت المقارنة بحجم الميزانيات ورأس مال المؤسسات المالية ، فإن راس مال القطاع المالي من شأن أن يمتص خسائر عدم السداد لمقتضي هذا القطاع ن وقد انتشرت الأزمة إلى مجمل الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي من خلال عدد من الميكانيزمات<sup>2</sup>، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

<sup>1</sup> - Laure Klein , Op.Cit , pp :130-131.

<sup>2</sup> - Tobias Adrian, Hyun Song Shin , Liquidité et contagion financière ;In(Banque de France, Revue de la stabilité financière, Numéro spéciale liquidité, N° 11 , Février 2008, p 2).



شكل رقم 07 : مراحل أزمة 2008

Source :Jean Charles Bricongne et Al., La crise des subprimes .de la crise financière à la crise économique, P 28, In ([http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys\\_conj/archives/mars\\_2009\\_d1.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars_2009_d1.pdf)(19/12/2016))

من خلال الشكل يتوضح أن عجز المقترضين أدى عن السداد إلى انخفاض أسعار العقار ، والحقيقة أنه عندما يفوق دين فرد أمريكي قيمة عقاره يصبح هناك عدم إمكانية سداد الدين وحجز العقار الذي سيباع من طرف الدائن ، هذا الميكانيزم رفع كمية العقار المباع وأدى إلى انخفاض الأسعار ورفع عدد الأفراد المتوقفة عن سداد ديونهم، وهذا ما ضاعف الحجوزات في الو.م.أ وعمل على تدهور الميزانيات البنكية.

وقد عمل ارتفاع الحذر بين البنوك وعلاوات المخاطر على انتقال الأزمة المالية من الو.م.أ إلى مجمل الأسواق المالية، فقد ارتفعت علاوات مخاطر المنتجات الصادرة عن التوريق وهذا ما عكس مراجعة احتمال ارتفاع العجز عن السداد وانخفاض الرغبة في اتخاذ المخاطر.فضلا عن هذا فقد أدى ضعف الشفافية وتعدد الوسطاء الماليين بين المقرض والمقترض إلى أزمة ثقة وصعوبة التمييز بين الأصول الجيدة والرديئة، وهكذا سيطر الحذر فيما بين البنوك وانخفضت السيولة. مست هذه الأزمة أولا

بنوك الأعمال الأقل تنظيماً التي تمول نشاطها عن طريق الرافعة المالية، وبسبب ارتباط الأسواق المالية والفاعلين في ظل انتشار عملية التوريق شملت الأزمة كل الأعوان الماليين الذين وظفوا مواردهم في أسواق القروض المورقة (بنوك، هيئات توظيف جماعية من نوع صناديق المعاشات والصناديق الجماعية للتوظيف) وبهذا أثر السوق النقدي على النظام المالي.

## 2. القنوات التجارية والمالية:

إلى جانب الميكانيزمات السابقة الذكر التي أسهمت في انتقال عدوى الأزمة المالية والاقتصادية، يمكننا أن نميز بين قناتين رئيسيتين لانتقال الأزمة وهما القناتين التجارية والمالية وذلك رغم اختلاف القنوات حسب الدول ودرجة اندماجها في الاقتصاد العالمي. فقد أثر تراجع الطلب الداخلي في الو.م.أ سلباً على اقتصاديات دول العالم وبالأخص تلك التي تشكل قيمة صادراتها باتجاه الو.م.أ نسبة مرتفعة من الناتج المحلي الإجمالي ويمكن تقسيم أثر هذه القناة إلى أثرين مباشر وغير مباشر، حيث يرتبط العنصر الأول بالتسلسلات الاقتصادية الكلية التي تنشأ من خلال تراجع صادرات دولة ما نحو الو.م.أ والتي تؤثر على استثماراتها واستهلاكها ووارداتها. وهذا ما يؤدي عن طريق أثر غير مباشر على انخفاض الطلب العالمي الموجه إلى بلدان أخرى<sup>1</sup>.

### جدول رقم 16: تعرض الدول المباشرة لتراجع واردات الو.م.أ

( % من الناتج المحلي الإجمالي )

البلد	الصادرات	الصادرات نحو الو.م.أ
كندا	38	32
المكسيك	30	26
ماليزيا	123	24
تايلاندا	74	11
الصين	38	8
كوريا الجنوبية	43	6
المملكة المتحدة	26	4
اليابان	15	3
منطقة الأورو	15	3

Source : Marie Suzie Pungier, La conjoncture économique et sociale en 2008, Avis et rapport du conseil économique et social , 2008, P 28 .

<sup>1</sup> - Marie Suzie Pungier, Op.Cit, P 29.

من خلال الجدول المدون أعلاه وباعتبار الدول المتطورة منافذ هامة لصادرات الدول الناشئة ، فقد تراجعت معدلات نمو هذه الأخيرة ، مما أثر سلبا على العمالة ومعدلات الاستثمار فضلا عن ذلك فغالبا ما يؤدي انخفاض الطلب العالمي إلى انخفاض هام في أسعار المواد الأولية مع إحداث أثر مباشر على العوائد بالعملة الصعبة بالنسبة للبلدان المصدرة ، وهذا ما حدث بالفعل في الأزمة الأخيرة، وتتصدر دول آسيا الناشئة كندا والمكسيك قائمة البلدان التي تأثرت بهذه القناة فيما تبدو منطقة الأورو أقل تعرضا لأن 3% من نشاطها فقط يعتمد مباشرة على المنافذ في أمريكا، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الجدول التالي وذلك وفق معطيات 2008.

بالإضافة إلى ذلك يمكن إبراز اثر القناة المالية من خلال انهيار البورصات وانهيار أسواق ما بين البنوك وحدوث اختلالات في الأسواق المالية والتي تمخض عنها عدة صدمات حادة أثرت على قرارات الاستهلاك وعلى استثمار الأعوان غير الماليين في ظل عدم التأكد وتقييد شروط الإقراض.

أدى انخفاض الثقة في الأسواق وصعوبة الحصول على التمويل إلى التأثير سلبا على الأنظمة البنكية التي أصبحت هشة بسبب تدهور أصولها مما جعل التمويل الخارجي والقناة البنكية قناة لانتقال الأزمة. وهذا ما أثر على الأسواق الناشئة بسبب رفع البنوك الدولية تعاملاتها مع البلدان الناشئة.

انتشرت العدوى عن طريق الصلة والارتباطات الموجودة بين الأسواق المالية والتي تعكس في جزء منها درجة التكامل المالي الدولي وعوالة الاستثمارات المؤسساتية للبلدان المتطورة حيث يؤدي تراجع الأسواق المحلية على إحداث آثار سلبية في الثروة وضغوط على التوازنات لأكبر المؤسسات وإلى انخفاض ثقة المستهلكين. وقد أدى تقلص آفاق النمو في الو.م.أ إلى تخفيض أسعار الأصول الأمريكية، فتراجعت ثروات ممتلكي هذه الأصول وانخفض استهلاكهم مع تقلص قدرة المؤسسات على حصولها على القروض (بسبب انخفاض أصولها) أما بالنسبة للمستثمرين غير الأمريكيين فإن انخفاض الثروة والآثار الاقتصادية المرتبطة تضاعفت عن طريق تدهور الدولار<sup>1</sup>.

### ثانيا: أضرار الأزمة المالية العالمية على الو.م.أ :

نتجت الأزمة المالية العالمية من خلال النظام المالي الأمريكي حيث بدأت بوادرها في النصف الأخير من سنة 2007 مع ظهور فقاعة الرهن العقاري حيث ارتفعت أسعار العقارات وبلغت ذروتها في سنة 2006 وبدأ المقرضون إعلان إفلاسهم في سنة 2007 حيث بدأت معالم أزمة مالية في الظهور. والجدير بالذكر أن أزمة الرهن العقاري في الو.م.أ دفعت 70 شركة كانت

<sup>1</sup> - Marie Suzie Pungier, Op.cit , P 33.



تعمل في مجال الرهن العقاري إلى تجميد نشاطاتها وإعلان إفلاسها منذ بداية سنة 2006 وحتى سنة 2009 إلا أن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبعض السلطات المالية قللت من أهمية الحدث في البداية واعتبرتها ظاهرة عرضية ولن تتعدى الخسارة الناتجة عنها أكثر من 100 مليون دولار. وخلافا لهذه التوقعات فقد انتشرت الأزمة المالية في الو.م.أ إلى الأسواق الأخرى فاهارت صناديق التحوط المدعومة وبعض المؤسسات المالية وحدث اضطراب في الإقراض الداخلي بين البنوك وتواصلت فصول الأزمة في جانفي 2008 إثر الكشف عن عمليات احتيال في بنك "سوسيتيه جنرال" وسقوط "بير ستيرنز" في مارس وإعلان "إينديماك بنك" أكبر بنك ادخار في لوس أنجلوس عن إفلاسه في جوان 2008 والواقع أن أقصى فصول الأزمة هو إفلاس بنك ليمان برادرز في سبتمبر 2008 حيث سجل أكبر عملية إفلاس في التاريخ الأمريكي وبداية لانطلاق الأزمة المالية العالمية وفعلا كانت بداية رمزية خطيرة لأن شركة ليمان برادرز من الشركات القليلة التي نجت من أزمة الكساد العظيم سنة 1929 ، فلم يجد مخرجاً من أزمته ولم يجد أي جهة مستعدة لشراؤه فما كان عليه إلا أن يعلن على إفلاسه وهو رابع أكبر بنك أعمال في الو.م.أ ويسقطه أصيبت حركة القروض بالشلل. وكذلك شركة "ميرل لينش" التي كانت على وشك الانهيار حيث قام بنك "أوف أمريكا" بشراؤها وقد أهدر أحد المضاربين التابعين لشركة "ميرل لينش" 120 مليون دولار في إطار نشاطاته داخل أسواق العملة وكذلك فقد مضاربون آخرون تابعون لنفس المؤسسة مئات الملايين من الدولارات المتعلقة بمشتقات مالية ائتمانية ولكن هذه الخسائر المالية لم تظهر إلا بعد أن قامت "ميرل لينش" بمنح موظفيها علاوات مقدارها 3.6 مليار دولار وتعمل هذه الشركة في مجال السمسرة وبلغت خسائرها خلال الأشهر الثلاثة الأخيرة من سنة 2008 13.8 مليار دولار<sup>1</sup>.

أما مجموعة سيتي غروب المصرفية صاحبة أكبر شبكة خدمات في العالم وتمتلك 12 ألف فرع في 107 بلدان ويعمل فيها ما يقارب من 358 ألف موظف وتحتوي على 200 مليون حساب مصرفي وقد صنف سيتي غروب عام 2008 بالمصرف الأغنى بالعوائد في العالم. ويعتبر هذا المصرف الأول في الو.م.أ وقد أعلن يوم 23 نوفمبر 2008 أنه على حافة الانهيار. وكذلك بنك "يوي إس" الذي كان يلقب بأول مصرف سويسري والذي دعمته الدولة قبل أن تنهار سمعته بسبب إدارته السيئة والفضائح المترتبة عليها. أما عملاق التأمين الأمريكي "إيه اي جي" فقد مدته الحكومة بمبالغ ضخمة بلغت 85 مليار دولار للحيلولة دون إفلاسه وانهاره، أما بنك "سوسيتيه جنرال" الفرنسي فقد سجل في جانفي 2009 خسارة فادحة. كما وقع في الو.م.أ اندماج بين البنوك لتلافي خطر الانهيار مثل اندماج بنك "كانتري وايد" مع بنك "أوف أمريكا"، واندماج بنك

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 57.

"واكوفيا" مع " ويلبس فارغو" وكذلك ناشونال سيتي مع " بي إن سي" وفي سنة 2008 سجلت لائحة الإفلاسات المصرفية في الو.م.أ 25 إفلاسا وهي الأكبر في تاريخ الو.م.أ.<sup>1</sup>

إن الأزمة المالية العالمية انتقلت من القطاع المالي إلى قطاعات الاقتصاد الحقيقي وسنقوم بتوضيح الأزمة الاقتصادية التي حلت بصناعة السيارات في الو.م.أ والتي تعتبر من أهم وأكبر قطاعات الإنتاج في أمريكا. إن الاختلاف السياسي بين توجه الديمقراطيين الداعم لتقديم العون لشركات السيارات الثلاث المتعثرة جنرال موتورز، فورد موتورز، كرايسلر والتوجه الجمهوري الرافض لتقديم العون ومطالبة الشركات الثلاث القيام بإنقاذ نفسها وهذا ما حال دون إقرار خطة بقيمة 14 مليار دولار لإبعاد شبح الإفلاس عن صناعة السيارات الأمريكية.

إن تعثر تمرير خطة الإنقاذ يؤشر بأن شركتين من ثلاث شركات في طريقها إلى الإفلاس وهذا يهدد عددا كبيرا من العمال بالتوقف عن العمل وذلك لأن قطاع السيارات الأمريكي والأنشطة التابعة له تستوعب 2.2 مليون عامل، لهذا طالبت الدولة بالتدخل الفوري لإنقاذها حيث ضغطت شركات جنرال موتورز و فورد موتورز و كرايسلر على الكونغرس لتخصيص مبلغ 25 مليار دولار لدعمها.

أما شركة جنرال موتورز فقد تكبدت خسائر فادحة حيث انخفضت إيرادات الشركة بنسبة 11% من جويلية 2008 حتى أكتوبر من نفس السنة ، كما أن السيولة المالية انخفضت من 26.6 مليار دولار إلى 18.9 مليار دولار خلال الأشهر الثلاثة الأخيرة من سنة 2008، كما أنها تكبدت خسائر جسيمة بلغت 4.6 مليار دولار وبلغت نفقاتها في الربع الثالث من سنة 2008 6.9 مليار دولار وتراجعت مبيعاتها في أكتوبر 2008 أكثر من 45% وقد تجاوز انخفاض أسهم الشركة 85% منذ بداية السنة وحتى نوفمبر 2008 وهو أدنى مستوى لها منذ 62 سنة .

وتعتبر شركة فورد موتورز ثاني أكبر مصنع للسيارات في الو.م.أ وقد أعلنت خسائر في الثلاثة شهور الأخيرة من سنة 2008 مقدارها 3 مليار دولار وأنها قررت تخفيض عدد موظفيها بنسبة 10% وتجميد المكافآت<sup>2</sup>.

ألقت الأزمة العالمية بتبعاتها على الاقتصاد العالمي حيث شملت مختلف القطاعات الاقتصادية في الو.م.أ وأوروبا وتسببت في كثير من الخسائر المالية التي يصعب حصرها وتقديرها، وهذا ما أدى إلى حالة الانكماش الاقتصادي وتراجع نسبة النمو الاقتصادي مما أدى أيضا إلى انخفاض الطلب والاستهلاك كنتيجة لتدني الأجور وتدهور القوة الشرائية. فقد تراجع إجمالي الناتج

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 58-59.

2 - نفس المرجع السابق، ص ص: 60-61.

المحلي الحقيقي بنسبة تزيد عن 6% في الربع الرابع من 2008 و 5.7% في الربع الأول من 2009. وارتفعت معدلات البطالة بما يزيد على 4% خلال 2008 مسجلة أعلى المعدلات على مدار 26 سنة الماضية قدرت ب 9.7% في أوت 2009. كما تشير تقديرات مكتب الميزانية بالكونغرس الأمريكي أن الو.م.أ سجلت ثاني أعلى عجز في الميزانية منذ الحرب العالمية الثانية والذي قدر في 30 سبتمبر 2010 ب 1.29 تريليون دولار، ما يعادل نسبة 8.9% من الناتج المحلي الإجمالي<sup>1</sup>.

### ثالثاً: أضرار الأزمة المالية العالمية على الاتحاد الأوروبي

1. إنجلترا: إن الاقتصاد الإنجليزي هو أكثر الاقتصاديات الأوروبية تأثراً بالأزمة العالمية وذلك لسببين: أن إنجلترا تعتبر من مراكز الخدمات المالية القوية في العالم وثانيهما: العلاقات القوية والوثيقة التي تربط إنجلترا بالو.م.أ التي نشأت فيها الأزمة العالمية ومن ثم انتقلت إلى بقية دول العالم. ففي الشهر الأول من سنة 2009 ظهرت خسائر أسهم المصارف البريطانية حيث هبط سهم بنك "باركليز" 20% وانخفضت أسهم مجموعة "لويديز" المصرفية 15% وهذا ما حدث في ظل مخاوف من أن يحتاج المصرفان بالإضافة إلى بنك "رويال بنك أوف إسكوتلاند" إلى دعم حكومي كبير أو تأميمهم بالكامل. وقد وجهت خطط إنقاذ المصارف ضربة قوية على وضع المالية العامة في بريطانيا حيث ارتفع العجز في ديسمبر 2008 إلى أعلى مستوياته وذلك بسبب إعادة تمويل "رويال بنك أوف إسكوتلاند" وقد طالت هذه البيانات الجنيه الإسترليني التي انخفضت قيمته مقابل الدولار إلى أدنى مستوياتها منذ سبع سنوات ونصف وذلك بسبب التوقعات التي كانت تتنبأ بأن القطاع المالي البريطاني سيقى اقتصاد البلاد ضعيفا بالرغم من وجود خطط لإنقاذ المصارف والتحفيز المالي وخفض سعر الفائدة. كما أفاد مكتب الإحصائيات الوطنية في إنجلترا أن القطاع العام يعاني من عجز صافي مقداره 44.2 مليار جنيه إسترليني (62 مليار دولار) في ديسمبر 2008 وهذا أعلى مستوى له على الإطلاق ويرجع نصف العجز تقريبا إلى إعادة تمويل الحكومة لبنك "رويال بنك أوف إسكوتلاند"<sup>2</sup>.

وفي مؤشر لعدم استجابة الاقتصاد الإنجليزي إلى برنامج الإنقاذ التي قامت بها الحكومة فإن البيانات المتعلقة بالناتج القومي الإجمالي البريطاني للربع الأخير من عام 2008 تعبر عن ركود اقتصادي للمرة الأولى منذ سنة 1992. وقامت الحكومة البريطانية بإجراء محادثات مع مصارف كبرى من أجل ضخ أموال عامة فيها واجتمعت هذه البنوك مع وزير الخزانة في نهاية 2008 من أجل تعديل هياكل رأس المال كأحد البدائل التي تجري مناقشتها.

1 - بهية بوكروخ، مرجع سبق ذكره، ص 121.

2 - علي عبد الفتاح أبوشرار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 65-67.

عندما أدخل اليورو عام 1998 إلى مناطق الاتحاد الأوروبي بقيت بريطانيا خارج منطقة اليورو لأن الرأي العام منذ البداية رفض الانخراط في منطقة اليورو والتخلي عن الجنيه الإسترليني لابعاد تاريخية وثقافية. فعندما ادخل اليورو كان الجنيه الإسترليني يساوي 1.4 يورو ومن ثم ارتفعت قيمته سنة 2000 إلى 1.83 يورو وأصبح يتساوى مع اليورو في بداية سنة 2009 بل يقل عنه وانخفضت قيمة الجنيه الإسترليني مقابل الدولار حتى وصلت على 1.3 دولار في جانفي 2009 وهو أدن حد تصل عليه قيمة الجنيه الإسترليني.<sup>1</sup>

وفيما يتعلق بالبطالة في إنجلترا وصلت إلى 6.1% في الأشهر الثلاثة الأخيرة المنتهية في نوفمبر 2008 وهو رقم قياسي منذ سنة 1999 وصرح مكتب العمل الدولي أن عدد العاطلين عن العمل ارتفع بمقدار 131 ألف شخص في الأشهر الثلاثة المنتهية في نوفمبر 2008 وهذا ما يدل على أن الأزمة العالمية بشقيها المالي والاقتصادي خلقت بطالة تزداد يوما بعد يوم في المجتمع البريطاني. وقالت كبرى شركات التعدين في العالم "بي أتش بي بيليتون" بأنها ستستغني عن 6% من القوة العاملة لديها. وفيما يتعلق بالإسكان في إنجلترا فقد 40 ألف مواطن منازلهم في سنة 2008 وذلك لعدم قدرتهم على تسديد القروض العقارية وهو الرقم الأعلى المسجل منذ سنة 1996، وبعد خفض الفائدة في نوفمبر 2008 تراجعت أسعار المنازل بمعدل شهري هو الأسرع منذ 16 سنة وتدهورت مبيعات السيارات الجديدة بنسبة 37% مقارنة بسنة 2007 وفي فبراير 2008 أعلنت شركة الخطوط الجوية البريطانية أنها تكبدت خسائر بلغت 70 مليون جنيه إسترليني خلال الأشهر التسعة المنتهية في 31 ديسمبر 2008.<sup>2</sup>

**2. ألمانيا:** دخل الاقتصاد الألماني في مرحلة ركود سنة 2008 وقلصت الأزمة المالية الطلب على الصادرات، كما أعلنت شركتا "ميرسيدس بنز" و "بي ام دبليو" الألمانيتين أن مبيعاتهما انخفضت بنسبة 25% و 25.6% على التوالي في نوفمبر 2008 مقارنة مع نفس الشهر من سنة 2007. وعلى وجه العموم قامت شركات صناعة السيارات في أوروبا وآسيا بخطوة اضطرارية وذلك بتعديل خطوط الإنتاج وبرامج التوسع وذلك من أجل بقائها واستمراريتها في هذه الصناعة واتخذت هذه الإجراءات بناء على مؤشرات وأرقام تبرز خطورة انفجار أزمة في صناعة السيارات العالمية، بحيث تراجعت مبيعات السيارات الأوروبية بمعدل 5.4% في الأشهر العشرة الأولى من سنة 2008 وكذلك كان الحال في ألمانيا أكبر سوق للسيارات في أوروبا التي شهدت تراجعا نسبته 18% في عدد السيارات الجديدة المسجلة في نوفمبر 2008 وهذا حسب ما أعلنه أكبر اتحاد قطاع السيارات.<sup>3</sup>

1 - علي عبد الفتاح أبوشرار، مرجع سبق ذكره، ص 68.

2 - نفس المرجع السابق، ص 70.

3 - علي عبد الفتاح أبوشرار، مرجع سبق ذكره، ص 72.

كما أظهرت بيانات رسمية صدرت يوم 2009/03/31 أن معدل البطالة ارتفع وسط دلالات عن التدهور الحاد في أكبر اقتصاديات أوروبا بدأ في إحكام قبضته على الاقتصاد الألماني.، أما عدد العاطلين عن العمل ارتفع بمقدار 69 ألف عامل حيث تشير الإحصائيات أن الشركات التي قامت بتخفيض ساعات العمل للموظفين ساعدت في التغلب على المخاوف من تحول الأزمة الاقتصادية إلى أزمة وظائف في ألمانيا، ويذكر أن 600 ألف عامل في شهر فبراير 2009 كانوا يعملون على أساس عدد منخفض من الساعات حيث أن الشركات في ألمانيا تقوم بتخفيض الإنتاج وتستعد لمواجهة التداعيات الاقتصادية الناجمة عن الركود<sup>1</sup>.

**3. فرنسا:** أكدت وزيرة الاقتصاد الفرنسية "كريستين لاغارد" أما الجمعية الوطنية (البرلمان) يوم الأربعاء 2009/04/01 أن الأزمة العالمية ستترك انعكاسات اجتماعية على فرنسا مشيرة إلى تدهور وضع المؤسسات الاقتصادية في فرنسا الذي يتفاقم عجز موازنته سنة 2010. وأفادت تقديرات رسمية نشرت في شهر مارس 2009 بأن نسبة النمو العام لسنة 2010 ستكون أقل من المتوقع وهو ما سيؤدي إلى رفع العجز في الموازنة العامة إلى 57.6 مليار يورو بدلا من 52.1 مليار يورو كانت متوقعة في سبتمبر 2008.<sup>2</sup>

**4. أيسلندا:** تأثر هذا البلد كثيرا من الأزمة العالمية حيث انخفض الناتج القومي الإجمالي بنسبة 10% سنة 2009 وقد وصل العجز في ميزان الحساب الجاري سنة 2008 إلى 22.2% وتجاوز معدل البطالة 8.6% سنة 2010 في بلد لا يعرف البطالة فما يلاحظ أن الأزمة العالمية قادت إلى اختيار اقتصادي في هذا البلد. إضافة إلى أن هذا البلد يعتمد على البنوك كثيرا فقد أجبرت على تأمين ثلاث من مؤسساتها المالية (كويثنغ ، غليتنير ، لابنانسكي) في الفترة ما بين جويلية و أوت من سنة 2008 وذلك قبل أن تقوم بتقديم طلب للحصول على قرض من صندوق النقد الدولي<sup>3</sup>.

**5. بولندا:** شهدت العاصمة البولندية وارسو تظاهرة شارك فيها نحو ألف عامل احتجاجا على أسلوب الحكومة في معالجة الأزمة المالية ، من جهة أخرى تخوفت الحكومة في بولندا والدول الأوروبية الأخرى من حدوث ثورات شعبية مع تنامي الاحتجاجات حذر منها الكثير من المحللون الاجتماعيون منذ بداية الأزمة، وقد رفع المتظاهرون الذين كان من بينهم عمال الفحم وعمال بناء السفن لافتات مكتوبا عليها "لن ندفع ثمن أزمتهكم" ورددو هتافات تقول نعارض سياسة هذه الحكومة الرامية لخفض الوظائف في صناعات بناء السفن. هذا ولقد أمر رئيس الوزراء "دونالدناسك" بتخفيض الإنفاق للسيطرة على عجز الميزانية في الوقت الذي يتباطأ فيه النمو الاقتصادي وهو ما أثار انزعاجا لدى نقابات العمال وأحزاب المعارضة<sup>4</sup>.

1 - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 87.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 79.

3 - علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره ، ص 73.

4 - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 75.

**6. إيرلندا:** لقد قامت مسيرات من الموظفين ينتابهم الغضب حيال خطط الحكومة الايرلندية بفرض ضريبة جديدة على موظفي القطاع العام ، وقال منظمو المسيرة إن الموظفين ليسوا هم من تسببوا في الأزمة المالية ، ولكن بات يتعين عليهم دفع الثمن المطلوب لعلاج هذه الأزمة ، واعترفت الحكومة أن هذه الإجراءات صعبة فعلا على الموظفين وهي في بعض الأحيان مؤلمة وأكدت الحكومة الاهتمام بالمواطنين ورعاية مصالحهم وليس مصالح الشركات الكبيرة والأثرياء، علما بأن عدد المشاركين في المسيرة يزيد عن 100 ألف متظاهر. والجدير بالإشارة أن معدل البطالة قد زاد خلال الأشهر القليلة التي أعقبت انفجار الأزمة المالية العالمية وعم البلاد فترة كساد اقتصادي بشكل أسرع من أي دولة أخرى في الاتحاد هذا علما بأنه قد زاد عدد من يحصلون على مساعدات الحكومة من العاطلين ليصبح عددهم 326 ألف شخص خلال شهر واحد<sup>1</sup>.

**7. السويد :** أثرت الأزمة العالمية على الاقتصاد السويدي فيتضح من تصريح "جوهان جيرناندين" رئيس البنك المركزي السويدي " أن بلاده ما زالت بمنأى عن الأزمة المالية التي ضربت العالم وأن تأثيرهم كان طفيفا مقارنة ببقية الدول الأوروبية مشيرا إلى أن مستوى المعيشة داخل القارة العجوز بات تحت وطأة المؤشر السالب" وأشار بأن البنك المركزي السويدي من مهامه توفير السيولة وأن البنوك السويدية ظلت في وضع مالي ممتاز وقادرة على مجابهة الأزمة. كما أن قطاع السيارات السويدية لم تكن بمنأى عن الأزمة فكان تأثيرها على اقتصاديات إنتاج وتوزيع السيارات السويدية في خطر فقد انخفض معدل الإنتاج في بعض الشركات الكبرى إلى نسبة 36%<sup>2</sup>.

**8. الدانمارك:** فقد صرح وزير المالية الدانماركي من خلال اجتماع مع دول الاتحاد الأوروبي في بروكسل "أنه حتى لو عملت الحكومة بتقديم حزمة مساعدات للبنوك الدانماركية للمساهمة في النمو فإن الأزمة المالية سوف تصيب البلاد قطعاً لأن هذه الأزمة هي أزمة عالمية سوف تصيب الدانمارك بعدواها من خلال التصدير وقوة التنافس" لذلك فإن السياسة الداخلية لم تستطع حل المشكلة<sup>3</sup>.

**9. هولندا:** يعتبر التعاطي الهولندي مع الأزمة المالية ضعيفا بالمقارنة بباقي الدول في أوروبا، بحيث أنها أصابتها بمعدل بطالة منخفض وأرقام نمو لا يمكن مجاراتها بنفس القدر الذي أصابت به الدول الأخرى المجاورة ويعود ذلك باعتماد هولندا في اقتصادها على التصدير بشكل أساسي حيث تلقى هذا القطاع الضربة الأكبر من جراء الأزمة المالية. ولقد أوضحت دراسة هولندية أن مساجد البلاد<sup>4</sup> توفر نحو 150 مليون يورو سنويا لخزانة الدولة بسبب الأنشطة الخدمية والتطوعية التي تقدمها بدون الحصول على أي دعم من الدولة التي تعاني من تداعيات الأزمة المالية<sup>5</sup>.

1 - رمزي محمود، مرجع سبق ذكره ، ص 72 .

2 - نفس المرجع السابق ، ص 74 .

3 - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 76 .

4 - \* تقوم هذه المساجد كذلك بدور اجتماعي مثل إيواء المشردين والإطعام بل أنها توفر 2600 وظيفة دائمة سنويا مما يقلل من أعباء الدولة ويساعد على تحسين صورة الإسلام في هولندا، والجدير بالذكر أن هولندا بها مليون مسلم من أصل 16 مليون يقومون بدور فعال في الاقتصاد الهولندي.

5 - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 73 .

**10. روسيا:** قال بوتين في اجتماع لمجلس الوزراء 2009/04/27 أن نسب البطالة في بعض الأقاليم بدأت في التراجع حيث بلغ متوسط أعداد العاطلين عن العمل سنة 2008 7 ملايين و800 ألف مواطن. والجدير بالإشارة أنه للمرة الأولى منذ أن تولى "بوتين" رئاسة الوزراء واجهت موسكو احتمالاً حقيقياً بنسبة 50% بقدوم وضع من انعدام الاستقرار السياسي ووقوع فوضى خطيرة اقتصادية واجتماعية. ويلاحظ أن سعر النفط عقب الأزمة المالية أصبح يساوي ربع ما كان عليه قبل أشهر قليلة ومن ثم تراكمت المشاكل الاقتصادية داخل روسيا ، هذا بجانب هروب المستثمرون من سوق الأوراق المالية وهكذا نجد في أعقاب 9 سنوات من الفائض كان لدى روسيا عجز في موازنة 2009 وبالتالي فسح النمو الاقتصادي لروسيا مكانه لحدوث الانكماش. كما هناك عدد متزايد من المؤسسات التي تقتصر عملها على يومين أو ثلاثة أيام عمل في الأسبوع مانحة موظفيها إجازات غير مدفوعة الأجر وهكذا شعر الشعب بحالة من عدم الأمان الأمر الذي فجر احتجاج الآلاف على قرار حكومي برفع الضرائب على السيارات المستوردة وهو إجراء يستهدف حماية صناعة السيارات المحلية الرديئة وهذا كان له الأثر الكبير على منطقة الاحتجاجات لأن معظم السكان يمتلكون سيارات مستوردة من اليابان<sup>1</sup>.

#### رابعاً: أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم دول الشرق الآسيوية:

بدأت آسيا في بداية الأزمة في منأى عن تداعياتها وذلك بفضل احتياطاتها الرسمية وأطر سياساتها الاقتصادية والميزانيات العمومية القوية لقطاعي الشركات والبنوك وعدم انخراطها بصفة عامة في الأنشطة عالية المخاطر وذلك بسبب التسيير الحذر للمخاطر وتدعيم الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية الذي نتج عن أزمة اليابان في أواخر التسعينات والأزمة المالية لدول آسيا الناشئة سنة 1997.

يفسر الخبراء تأثير هذه الدول بالأزمة إلى التكامل التجاري والمالي لآسيا مع باقي دول العالم واعتماد اقتصاديتها على قناة التجارة، فتأثرت بصفة كبيرة بسبب اعتمادها على الصادرات وارتباطها الكبير بتراجع الطلب العالمي على السيارات والإلكترونيات والسلع الاستثمارية. وقد ساهم ارتباط المؤسسات المالية الآسيوية بسوق المال الأمريكي في امتداد الأزمة ، وبدأ ذلك واضحاً في العديد من الدول الآسيوية كمايلي:

**1. اليابان:** تعتبر اليابان ثاني أكبر قوة اقتصادية في العالم بعد الو.م.أ ، وهي الأخرى شهدت حالة انكماش منذ 35 سنة الأمر الذي ألقى بظلاله على بورصة طوكيو، وأعلنت الحكومة اليابانية أن الاقتصاد الياباني انكمش بمعدل سنوي 12.7% وأعلن أيضاً وزير الاقتصاد الياباني أن هذه الأزمة تعتبر الأسوأ منذ الحرب العالمية الثانية. وأشار المحللون إلى أن تعمق التباطؤ

1 - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 104.

العالمي ألغى الطلب على السيارات والأدوات في البلاد كما تضررت الشركات المصدرة بما فيها شركة تويوتا لصناعة السيارات وشركة سوني للإلكترونيات. وطبقا لتقرير وزارة المالية اليابانية في جانفي 2009 فقد سجلت اليابان أكبر عجز تجاري في تاريخها بلغ 952.6 مليار ين ياباني، أما الصادرات اليابانية فقد تراجعت بنسبة 45.7% عما كانت عليه في نفس الفترة من سنة 2008 ولقد قدر الانخفاض في الطلب العالمي على السيارات اليابانية بما يزيد على 70%. إذن شهدت اليابان أوضاعا اقتصادية سيئة نتيجة الأزمة العالمية التي دفعت العديد من الشركات اليابانية على تسريح عدد من موظفيها وتخفيض الإنتاج وإقفال بعض المصانع وغير ذلك من الإجراءات التي تهدف إلى تخفيض التكاليف<sup>1</sup>.

**2. كوريا الجنوبية:** أُلقت الأزمة المالية العالمية بتبعاتها على سوق السهم الكوري حيث تظهر أرقام رسمية زيادة كبيرة في هروب رؤوس الأموال الأجنبية سنة 2008 وأفادت إدارة الرقابة المالية أن المستثمرين الأجانب قاموا ببيع ما قيمته 29.59 مليار دولار من الأسهم سنة 2008 مقارنة بمبلغ 30.56 تريليون وان<sup>2</sup> (نحو 20 مليار دولار) منذ فتح سوق الأسهم الكورية للمستثمرين الأجانب سنة 1992. ويقول محللون إن كوريا الجنوبية رابع أكبر اقتصاد في آسيا وقعت تحت ضغوط كبيرة بسبب تسابق المستثمرين الأجانب بالاحتفاظ بكميات من السيولة لمواجهة أزمة القروض العالمية. أما آثار الأزمة العالمية على التجارة الخارجية تتمثل في تراجع الصادرات بجانب تدهور الطلب المحلي من جراء الاضطرابات المالية العالمية والركود المنتشر بمناطق كثيرة في العالم، كما شهدت البلاد سلسلة إعلانات إفلاس لشركات البناء لهذا أعلنت الحكومة الكورية في منتصف أكتوبر سنة 2008 شراء الشقق السكنية والأراضي التي لم يتم بيعها من الشركات المتوقع إفلاسها في مسعى لدعم قطاع البناء ومساعدة شركاته لتوفير السيولة، أما النشاط الصناعي فقد انخفض بنسبة 8% في سبتمبر 2008<sup>3</sup>.

**3. الصين:** أوقعت الأزمة العالمية آثارا سيئة على اقتصاديات الدول الرأسمالية الغربية وعلى رأسها الو.م.أ وعلى العكس من ذلك نجد أن الصين أحد المعازل التاريخية للنظام الاشتراكي قد احتلت مركزا اقتصاديا مميذا على مستوى العالم حيث أن الاقتصاد الأمريكي يحتل المركز الأول والياباني يحتل المركز الثاني ثم تليها الصين بالمرتبة الثالثة. ومن المحتمل أن تتربع الصين على القمة في العالم من النواحي الاقتصادية والسياسية والعسكرية في سنة 2025. وهذا ما جعلها بمنأى عن التأثير المباشر لهذه الأزمة وذلك بسبب عدم ارتباط نظامها المالي ارتباطا كبيرا بالأزمة العالمية وانشغال وتركيز البنوك الصينية على الأوضاع الصينية الداخلية وتأثرها تأثرا بسيطا نسبيا بالسندات المالية المتعثرة والتي امتلكت الصين منها في بداية الأزمة الحصة الكبيرة (نصيب

<sup>1</sup> - رمزي محمود، مرجع سبق ذكره ، ص 100.

<sup>2</sup> - خلال الاحتلال الياباني، تم استبدال الوان بعملة الين، وتم تسميتها بالين الكوري. وقد كان الين الكوري مساوي للين الياباني في القيمة. في عام 1945 وبعد الحرب العالمية الثانية، أصبحت شبه الجزيرة الكورية مقسمة إلى كورية شمالية وجنوبية، وهذا أدى إلى استبدال الين بعملتين منفصلتين تحملان نفس الاسم، وان كوري شمالي وآخر جنوبي. الإصدار الأول للوان الكوري الجنوبي كان مقسم إلى 100 وحدة تسمى بالـ "جيون".

<sup>3</sup> - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 102.



الأسد) وخاصة سندات الخزانة الأمريكية. ومما قلل من تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الصيني امتلاك الصين كميات كبيرة من الاحتياطي النقدي والذي يمكن استخدامه في مواجهة هذه الأزمة وكذلك يمكن استخدام الصين لفائضها الكبير في الميزان التجاري مع كل من الو.م.أ ودول أوروبا في مواجهة الأزمة العالمية. ولكن في الحقيقة فإن الاقتصاد الصيني قد تأثر بطريقة غير مباشرة وذلك بسبب تأثير صادرات الصين من السلع المختلفة إلى أسواق الدول الغربية والأمريكية التي تأثرت بالأزمة العالمية<sup>1</sup>.

وفي الثلاثين عاما التي سبقت الأزمة العالمية حققت الصين تقدما اقتصاديا باهرا حيث أصبحت ورشة صناعية أغرقت أسواق العالم بسيل من السلع رخيصة الثمن وهذا ما جعلها تحتل مركزا طليعا بين الدول الناشئة، وبالرغم من ذلك فإن الصين تأثرت بالأزمة على صعيد معدل النمو الاقتصادي الذي نزل إلى حدود 9% سنة 2008 بدلا من 11% في السنوات الأخيرة للخمس التي سبقتها ووصلت نسبة النمو في الاقتصاد الصيني إلى 6.8% في الربع الأخير من 2008 وهذا المستوى مقلق بالنسبة للتوازن الاقتصادي، كما برزت بعض العلاقات التي تتنبأ بظهور بداية للانكماش في الاقتصاد الصيني مثل انحدار معدل التضخم من 8.7% في فبراير 2008 إلى 1.2% في ديسمبر 2008 وهذا ما أدى إلى انكماش النشاط الصناعي وانخفاض الصادرات وارتفاع البطالة<sup>2</sup>.

### خامسا: أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم دول أمريكا اللاتينية:

1. كولومبيا والمكسيك: إن مشكلة السوق المالي في الو.م.أ هددت كولومبيا بشكل واضح لأنها في مقدمة الدول التي يجمعها مع الو.م.أ شراكة تجارية في غاية الأهمية أما المحلل المالي "كارلوس أوبرا" قال "أن كولومبيا مازالت بعيدة عن مخاطر الأزمة ولن يكون لها تأثير مباشر عليها والدليل على ذلك هو عدم تضرر البورصة أو البنوك كما هو الحال في المكسيك" ورغم ذلك كانوا يخشون من تراجع الطلب الأمريكي على الثروات الطبيعية الكولومبية والحقيقة أن هذا التراجع المتوقع بدأ فعلا بشكل طفيف وهذا الأمر هدد النمو الاقتصادي هذا بالإضافة إلى احتمال تراجع الاستثمارات الأمريكية وتجميد كل طلبات القروض وتوقيف معاهد التجارة الحرة بين البلدين، إضافة إلى تراجع الطلب الأمريكي على المواد الخام خاصة الألمنيوم، البلاتين، الفحم الحجري والنفط<sup>3</sup>.

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره، ص 80.

2 - نفس المرجع السابق، ص 81.

3 - رمزي محمود، مرجع سبق ذكره ، ص 112.

أما من حيث آثار الأزمة العالمية على اقتصاديات المكسيك فنجد أن البنوك في المكسيك كانت غير محصنة بشكل جيد لمواجهة مثل هذه الأزمة واعتقد خبير البنوك "أورلاندو بادارو" أن سنوات الخير للمكسيكيين قد زالت وذلك نظرا لأن نسبة 80% من الصادرات المكسيكية مرتبطة بالو.م.أ هذا بجانب أن الكثير من المكسيكيين من الطبقات الوسطى اقترضوا خلال السنوات القليلة الماضية مبالغ مالية معتمدين في تسديدها على التحويلات المالية التي دائما ما تأتيهم من ذويهم المهاجرين في الو.م.أ التي بدأت في التراجع بعد الأزمة العالمية، وطبقا لتقرير نشره البنك الدولي فقد بلغ حجم التحويلات إلى منطقة أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي نحو 60 مليار دولار خلال 2007 مما جعلها أكبر المنطق المتلقية للتحويلات في العالم النامي كما خلاص التقرير إلى أن بعض الآثار الجانبية للتحويلات تشمل ارتفاع معدلات الادخار وانخفاض مستويات الفقر وتحسين مؤشرات التعليم والصحة<sup>1</sup>.

**2. البرازيل:** في مارس 2009 صرح وزير المالية البرازيلي "جيدو مانتيجا" أن البرازيل ستكون أول دولة تتعافى من الأزمة العالمية التي دفعت الاقتصاديات الكبرى على الركود وأضاف أن البرازيل كانت أول دولة شهدت تباطؤا في النمو وسوف تكون أول دولة تخرج من هذه الأزمة. أما الحكومة البرازيلية فقد صرحت مرارا أن البرازيل في كانت في موقف أفضل من الدول الأخرى لاجتياز الأزمة ولكن النمو الاقتصادي يتباطأ الآن في حين تراجع الإنتاج الصناعي وانكمش سوق الوظائف. في هذا الموضوع استطلع البنك المركزي البرازيلي حيث أفادوا بأنه من المتوقع أن يتباطأ نمو الاقتصاد البرازيلي إلى 1.5% في 2009 بعد أن سجل نموا بلغ أكثر من 5% في سنة 2008 وفي هذا الصدد قال وزير المالية البرازيلي أن إجراءات اتخذتها الحكومة قيدت من آثار الأزمة الاقتصادية كما ساعدت إعفاءات ضريبية للصناعات الأكثر تضررا مثل صناعة السيارات في تحسين المبيعات في الأشهر القليلة الماضية من سنة 2009<sup>2</sup>.

**3. فنزويلا:** يمكن القول أن الأزمة المالية العالمية لم تصب فنزويلا تلك الدولة التي انفصلت منذ سنة 2007 رسميا عن البنك وصندوق النقد الدوليين بعد أن سددت ما عليها من ديون كان يمكن أن تستمر لسنة 2012 إلا أن الرئيس " تشافيز " اتخذ قراره بتخليص فنزويلا وتحصينها من أي أزمات مالية وجعلها مستعدة دوما لمواجهة تحديات قد تهدد وجود الحكومات في القارة في حال سادت الفوضى. أما الأثر السلبي الذي قد يصيب الاقتصاد الفنزويلي فهو الانخفاض المستمر في سعر النفط إلا أن الرئيس تشافيز بث الطمأنينة في قلوب الشعب الفنزويلي وقال لهم أن الانخفاض في أسعار النفط لم يصل بعد إلى مرحلة الخطر منبها إلى أن حكومته تتابع التطورات الخاصة بأسعار النفط بشكل دقيق حتى تتمكن من معالجة أي معضلة قد

1 - رمزي محمود، مرجع سبق ذكره ، ص 113.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 114.

تواجهها، وقد أثار هذا الأثر السلبي المتمثل في انخفاض أسعار النفط المستمر على الاقتصاد الفنزويلي دافعا جديدا نحو ضرورة تحويل فنزويلا إلى دولة صناعية<sup>1</sup>.

### سادسا : أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم الدول العربية:

طالت آثار الأزمة المالية العالمية الاقتصاد العالمي ومن ضمنها اقتصاديات الدول العربية ويعتمد شدة تأثير أي دولة بالأزمة على درجة انفتاحها على العالم الخارجي وهذا ما يمكن ملاحظته عن طريق مفردات ميزان المدفوعات للدولة. حيث أن الاقتصاديات العربية بقيت في منتصف الطريق فلا هي تضررت بشدة من الأزمة المالية في الدول الغربية ولا بقيت بعيدة عن تداعياتها ، وعليه يمكن القول أن مدى تأثير الدول العربية بالأزمة يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين الدول العربية والعالم الخارجي وفي هذا الإطار يمكننا تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات<sup>2</sup>:

- مجموعة الدول العربية التي لها انفتاح اقتصادي مرتفع مع العالم الخارجي وتشمل دول مجلس التعاون الخليجي .
- مجموعة الدول العربية ذات الانفتاح المتوسط (ماليا واقتصاديا) مع العالم الخارجي مثل مصر، الأردن، تونس والجزائر .
- مجموعة الدول ذات الانفتاح المالي والاقتصادي المنخفض مع العالم الخارجي مثل السودان وليبيا.

وما يثبت أن الدول العربية لم تكن بعيدة عن الخسائر نقطتين أساسيتين<sup>3</sup>:

- النقطة الأولى: انفتاح قسم من الاقتصاديات العربية على الأسواق المالية الدولية وذلك بفضل حرية حركة انتقال رؤوس الأموال والعملة وهذا ما يجري وبصورة خاصة في دول الخليج العربي مما يجعل هذه الدول عرضة لتداعيات الأزمات العالمية وسلبياتها.

- النقطة الثانية: وهي العلاقات التجارية بين الدول العربية وأمريكا ودول الاتحاد الأوروبي وخاصة في مجال الاستيراد والتصدير. ففوق أي تغيير في مجالات اقتصادية ومالية في هذه الدول مثل تقلبات أسعار الصرف والتضخم والسياسات المالية والنقدية يكون لها تداعيات سلبية على الدول العربية.

**1. المجموعة ذات الانفتاح المرتفع: دول مجلس التعاون الخليجي:** لم تكن دول المجلس بمعزل عن تداعيات الأزمة المالية وقد تكون ضمن المجموعة الرابعة من الدول التي ستتأثر بالأزمة بعد تأثر كل من الو.م.أ وثانيا باقي مجموعة الدول السبع الصناعية

1 - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 115.

2 - علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره ، ص 145.

3 - نفس المرجع السابق ، ص 146.

الكبرى وثالثا الدول الناشئة ذات الاستهلاك المرتفع من السلع وعلى رأسها النفط العالمي. وهناك إقرار واسع بأن الأزمة المالية أثرت في الاقتصاد الحقيقي وتسببت بالركود حيث امتدت إلى دول مجلس التعاون الخليجي من خلال ثلاث قنوات رئيسية. أولها انخفاض أسعار النفط والذي يشكل تحديا رئيسيا لتوقعات النمو في دول المجلس في الأمد القصير والطويل ، والتحدي الثاني يكمن في البنوك بتقلص تدفق رؤوس الأموال الخارجية والتي أثرت على السيولة لدى البنوك وبالتالي ارتفاع نسب الفائدة بين البنوك في اتحاد دول المجلس وكانت الصورة واضحة في الإمارات حيث تضاعفت نسب الالتزامات الخارجية إلى إجمالي الالتزامات أربع مرات من 6.5% إلى 25% بين سنة 2007 وحتى مارس 2008. والبيانات تشير إلى خروج رؤوس أموال أجنبية وبنسبة 3% من الناتج الإجمالي من جانفي وحتى أكتوبر سنة 2008. كما أن تراجع الطلب العالمي على الصناعة التحويلية وكذلك على مواد قطاع البناء والتشييد تمثل الحلقة الثالثة لامتداد أثر الأزمة للخليج إلا أن الإنفاق الحكومي ساهم في تقليل نسي من أثر الأزمة على النمو الاقتصادي. وفيما يلي نستعرض آثار الأزمة العالمية على دول المجلس<sup>1</sup>:

- تأثرت الدول الخليجية من خلال انخفاض أسعار البترول عالميا كنتيجة لحدوث الأزمة العالمية وما سببتها من أزمات فالصناعة الاستخراجية تشكل منتجاتها ما نسبته 45% من الناتج المحلي الإجمالي الخليجي سنة 2007 مع تباين تلك النسبة بين دول المجلس فهي ترتفع فوق حاجز الـ 50% من الناتج الإجمالي للسعودية والكويت وقطر في حين تمثل ما نسبته حوالي 27، 35، 46% في كل من عمان، الإمارات والبحرين، وهو كذلك المصدر الرئيسي للدخل الوطني ، وإن انخفاض أسعاره إلى ما دون 50 دولار للبرميل بعد اندلاع الأزمة والتي لامست 150 دولار قبل الأزمة. وبالنتيجة قدر الانخفاض للناتج المحلي الإجمالي إذا ما بقيت هذه الأسعار على حالها والتي توقع أن تكون هكذا حتى 2009. فانخفاض الناتج في الدول الثلاثة الأولى ما بين 10 و 15% في حين انخفض حوالي 5 و 10% في الإمارات وعمان وحوالي 7% في البحرين سنة 2009 مقارنة مع سنة 2007 كما أن الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2008 لم يتأثر لاستفادته من أسعار النفط المرتفعة مما سينعكس سلبا على معدلات النمو الاقتصادي التي انخفضت إلى 4.2% سنة 2009 مقابل 7.9% سنة 2008 وأكثر من 10% سنة 2007. كما أن الموازنات العامة تأثرت كثيرا كون الإيرادات النفطية تشكل جزء كبير منها على الرغم من وجود احتياطات مالية كبيرة في بعض الدول الخليجية كما هو في السعودية والتي استخدمتها سنة 2009 في تغطية عجزها. كما تأثر الإنفاق العام في سنوات لاحقة مما أثر على الكثير من المتغيرات الاقتصادية وهذا ما أعلنته السعودية كونها أكبر اقتصاد خليجي إن عجزها قدر سنة 2009 بمحدود 17% بعد أن سجلت ميزانيتها فائض مالي قدر بـ 160 مليار دولار سنة 2007 ورغم

1 - حازم الببلاوي، سمات الأزمة المالية الحالية وعلاقتها بالأزمات السابقة المثيلة ، في(ندوة الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، السبت 2008/11/08).

ذلك أكدت استمرار الإنفاق على المشاريع التنموية اعتمادا على الفوائض المالية المقدرة ب 440 مليار دولار. فالموازنات الخليجية لا تتوازن إلا إذا بقيت أسعار النفط فوق 55 دولار للبرميل.

- إن تداعيات الأزمة العالمية على الاقتصاد الحقيقي وما سببته من انكماش في الاقتصاديات المتقدمة وكذلك الناشئة التي أصبحت غير قادرة على دفع عملية النمو الاقتصادي العالمي، فإن دخول العالم مرحلة الركود الاقتصادي من شأنه أن يؤثر على الاقتصاديات الخليجية وخصوصا أسواق الصادرات لها إلى معظم هذه الأسواق بسبب نقص الطلب عليها، إن آثارها على القطاع الصناعي في دول المجلس ولاسيما تراجع الصادرات غير الهيدروكربونية للدول الخليجية فقد تضاعفت صادراتها وبشكل مضطرد، إذ ازدادت من 25.5 مليار دولار سنة 2002 إلى 90.3 مليار دولار سنة 2007 غير أنها مرشحة للهبوط إلى 75 مليار دولار سنة 2009 إذ تراجع الطلب العالمي عليها وتراجع الناتج المحلي الإجمالي العالمي وكذلك انخفاض أسعار تلك المنتجات خاصة الرئيسة منها منذ حدوث الأزمة، كما ذكر أن صناعة المنتجات البتروكيمياوية بلغت حوالي 10% من الإنتاج العالمي كما أنها ارتفعت باستمرار لضخامة المشاريع التوسعية فيها والتي تعتبر من الركائز الأساسية لجهود مجلس التعاون الخليجي للتنويع الاقتصادي. كما أن صناعة الألمنيوم هي الأخرى تأثرت بالأزمة المالية سواء فيما يتعلق بانخفاض صادراتها أو التوقف عن المشاريع التوسعية التي شهدتها هذه الصناعة بسبب أن تمويل المشاريع ليس متاحا بسهولة. علما أن الصادرات من هذه الصناعة تتجه أغلبها إلى آسيا 29% وأوروبا 10% وأمريكا وإفريقيا 5% كما أن 55% من نمو الطلب عليه يأتي منها، وبما أنها ستتضرر من حالة الركود فيها بسبب الأزمة فإن ذلك سينتقل إلى صناعة الألمنيوم الخليجية.

- إن الأزمة العالمية أدت إلى تراجع الطلب المحلي أيضا على منتجات القطاع الصناعي لأنها تأثرت بشكل واضح على القطاعات الأخرى كقطاع العقارات والمصارف وهما القطاعات المحورية الأساسية في الاقتصاديات الخليجية ويرتبط بهما القطاع الصناعي بقوة ، فهناك حوالي أكثر من 40 صناعة ونشاطا اقتصاديا ترتبط بالقطاع العقاري ومنها صناعة الزجاج والأخشاب والديكورات والدهانات ومواد البناء والأثاث والمفروشات وغيرها. وبما أن القطاع العقاري قد سجل تراجعا في دول المجلس سنة 2007 ، هذا انعكس على الطلب على هذه الصناعات وقد سجل تراجعا لا يقل عن 20% عن المستوى الذي وصل إليه في الذروة سنة 2008. ومع بروز الآثار المتلاحقة زاد التراجع في الطلب المحلي على هذه المنتجات سنة 2009 وبنسب مختلفة من صناعة لأخرى، ولكنها زادت عن 30% عما كانت عليه سنة 2008 وبالتالي تأثرت نسبة ذلك في تكوين الناتج المحلي الإجمالي والتي انعكست سلبا على النمو الاقتصادي.

- انخفاض ربحية الشركات الصناعية وخسارة بعضها إذ أن انخفاض أسعار المواد الأولية والحام المستوردة من الخارج لم تؤثر إيجابيا على ربحية الشركات الصناعية وذلك لأنه أغلب تلك المواد الأولية تحصل عليها محليا بأسعار تشجيعية مخفضة، كم أنها تأثرت بانخفاض أسعار المنتجات وهذا ما أدى على انخفاض ربحية الشركات الخليجية وهذا ما كشفت عنها في الربع الأول من

سنة 2009 إذ أن أغلب الشركات حققت أرباحاً دون المتحقق في الربع الأول من السنة السابقة أو أنها خسرت كما حصل لشركة كلوبل الكويتية التي خسرت 1.250 مليار دولار.

- تأثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة إلى دول المجلس كنتيجة انخفاض السيولة لدى الشركات الناقلة للاستثمارات من جراء الخسائر التي تعرضت لها سواء داخل أمريكا أو خارجها ، ومن المتوقع انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد للخليج في السنوات التالية للأزمة. كما قد تأثرت الاستثمارات الحكومية والقطاع الخاص الخليج وتختلف درجة تأثرها بحسب الجهة التي يتم الاستثمار بها وإن كل ذلك يهدد بقوة مختلف برامج التنمية والأنشطة الاقتصادية والاستثمارية والمالية في دول الخليج وما له أن يكون من عوامل كبح عملية النمو الاقتصادي التي عرفتها دول الخليج.

- لم يقتصر أثر الركود الاقتصادي العالمي على علاقة الدول الخليجية بالعالم الخارجي فقط بل تأثرت أيضاً العلاقات البينية الخليجية فقد انخفضت الاستثمارات الخليجية البينية نتيجة شح السيولة لدى البنوك التجارية وكذلك السوق المالي كما كان لانخفاض الدخل نتيجة انخفاض أسعار النفط أثره الواضح على تلك الاستثمارات.

## 2. المجموعة الثانية ذات الانفتاح المتوسط:

أ. مصر: عندما نتكلم عن تداعيات الأزمة المالية الاقتصادية العالمية على الاقتصاد المصري لا بد من أن نرجع على أزمة الاقتصاد المصري النابعة من تبني النظام المصري لسياسات الخصخصة واقتصاد السوق الحر والتي أوصيا بهما صندوق النقد والبنك الدوليين الخاضعين للهيمنة الأمريكية وقد نتج عن تطبيق هذه السياسات تدمير القطاع العام في مصر وهذا ما ألقى بآثاره على شريحة كبيرة من الشعب المصري حيث تزايدت معدلات الفقر وتردت الأوضاع المعيشية وانخفضت الدخل وما زاد من حدة الأمر القوانين المجحفة التي تطبقها الحكومة المصرية وذلك من أجل تمرير مشاريع الخصخصة وقد انعكست آثارها السيئة على قطاع الزراعة في مصر حيث انخفضت مساحة الأرض المزروعة بمحصول القطن وهذا ما ترك آثار سلبية كبيرة على صناعة المنسوجات وعلى القدرة التنافسية للقطن المصري في العالم بالإضافة إلى زيادة نسبة الفقر والبطالة والتضخم وهذا ما شل قدرة الاقتصاد المصري في دخول الأسواق العالمية كمنافس. وهناك تقرير صدر في صحيفة الغد بتاريخ 2010/3/9 يستعرض البيانات الإحصائية المتعلقة بالاقتصاد المصري ومنها تذبذبات معدل النمو للفترة الزمنية الواقعة بين سنتي 1999 إلى سنة 2009 والتي تتراوح بين 3.2% و 7.2% وهذا ما يظهر هشاشة النظام الاقتصادي المصري بالإضافة إلى ذلك تذبذب معدلات الاستثمار. ففي سنة 1977 كانت معدلات الاستثمار حوالي 21.3 ولكنها تراجعت خلال العشر سنوات الماضية (1999 - 2009) إلى 16.9% ثم عاودت الارتفاع في سنة 2009 لتصل إلى 19.3% وقد حصل هذا التذبذب كنتيجة لحجم الاستثمارات في القطاعات غير العقارية أو البترولية. بالإضافة إلى ارتفاع نسب الفقر والبطالة إلى نسب

غير مسبقة منذ سنة 1990 وحتى هذه اللحظة فمثلا في سنة 2009 انتقل حوالي 6% من السكان إلى شريحة الفقر وارتفع عدد العاطلين عن العمل من 2.2 مليون عامل إلى 2.4 مليون عامل. هذا إلى جانب انخفاض الصادرات بنسبة 16% وانخفاض كل من الدخل المتأتي من قناة السويس بنسبة 8.4% وإيرادات السياحة بنسبة 3.1% وعائدات الاستثمار المصري في الخارج بنسبة 41% وتراجعت تحويلات المصريين العاملين في الخارج من 8.4 مليار دولار سنة 2008 إلى 7.6 مليار دولار سنة 2009، هذا على جانب تردي أوضاع القطاع الزراعي وتراجع نسب الاكتفاء الذاتي من القمح حيث تستورد مصر نصف احتياجها من القمح وتستورد 3.8 مليون طن ذرة شامية و328 مليون طن فول بلدي و202 ألف طن من اللحوم. ولا شك أن الاقتصاد المصري متداخل في الاقتصاد العالمي إلى حد ما حيث أن 75% من الناتج المحلي الإجمالي ناتج من التبادل التجاري ونحو 32% من الصادرات المصرية تذهب إلى الو.م.أ و 32.5% من الواردات تأتي من أمريكا والاتحاد الأوروبي وثلاثي الاستثمارات الأجنبية المباشرة سنة 2006 و 2007 أتت من أمريكا والاتحاد الأوروبي ونتيجة لهذا التداخل فإن الأزمة العالمية تركت آثار سلبية على الاقتصاد المصري. أما عن تأثير الأزمة على قطاع النسيج والذي يعتبر من أهم القطاعات ليس في مصر وحدها بل في منطقة الشرق الأوسط وإفريقيا حيث أنه يضم أكبر عدد من العمال فقد تعرض هذا القطاع لآثار الأزمة العالمية السلبية لتزيده سوءا وهذا ما انعكس على ظروف العمل في هذا القطاع حيث تعتبر مرتبات العمال في قطاع النسيج من أقل المرتبات في مصر بالإضافة إلى ساعات عمل طويلة تتراوح من 10 إلى 12 ساعة في اليوم وفي ظل ظروف عمل قاسية تصل على درجة العبودية وذلك من خلال تسلط إدارات المصانع على العمال وسكوت مؤسسات الدولة خاصة وزارة القوى العاملة والاستثمار والدور المتواطئ للنقابات العمالية. هذا وترجع مشاكل هذا القسم إلى السياسات الخاطئة التي انتهجتها الحكومة المصرية خلال العشرين سنة الماضية والتي أجهزت على هذا القطاع الذي كان يعمل فيه أكثر من مليون عامل في 38 شركة غزل ونسيج تابعة للقطاع العام وذلك عن طريق إهمال هذه الشركات وعدم تطويرها وتحديث ماكيناتها وتدريب عمالها وهذا ما أدى إلى إيقاع خسائر فادحة في قطاع الغزل والنسيج وصلت إلى 32 مليار جنيه. ولابد من الذكر أن ما تم خصصته من شركات قطاع الأعمال هو 314 شركة سنة 2006 وكانت حصيلة البيع 32 مليار و737 مليون جنيه وقد صاحب عملية الخصخصة هذه الشركات أكبر عملية فساد ونهب منظم للثروات المصرية. وكان يعمل في شركات القطاع العام أكثر من 1.5 مليون عامل بقي منهم 400 ألف عامل وقد تم إقصاء هؤلاء العمال تحت اسم المعاش المبكر أو الفصل أو طرق أخرى<sup>1</sup>.

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص ص 151 - 153.

وقد أثرت الأزمة المالية العالمية على البنوك المصرية في عدة نواحي ولكن هذه الآثار كانت محدودة لعدم اندماج النظام المصرفي المصري في النظام المصرفي العالمي اندماجا كاملا وقد ظهرت آثار الأزمة على البنوك المصرية في عدة جوانب منها مايلي<sup>1</sup>:

- انخفاض قيمة الأسهم للبنوك المصرية في بورصة مصر وفي البورصات العالمية.
- انخفاض قيمة أسهم الشركات في البورصة والتي تساهم فيها البنوك المصرية وكذلك انخفاض قيمة الأوراق المالية التي قامت البنوك المصرية بالاستثمار فيها بغرض المتاجرة.
- انخفاض قيمة استثمارات البنوك المصرية في الخارج وذلك بسبب الضوابط التي وضعها البنك المركزي المصري وعليه فإن الخسارة ليست كبيرة.
- تعرض فروع البنك العربية والأجنبية في مصر إلى مشاكل وذلك بسبب تعرض مراكزها الرئيسية في الخارج إلى خسائر نتيجة للأزمة المالية العالمية وهذا ما أدى إلى تقليص نشاط هذه الفروع الأجنبية والعربية وكذلك انخفاض قيمة أسهمها في البورصة.
- منحت البنوك المصرية قروضا إلى عملائها بضمان الأسهم التي انخفضت انخفاضا حادا وهذا ما أثر على المحافظ الائتمانية للبنوك المصرية.
- قيام المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية بسحب أموالهم وتحويلها إلى الخارج.
- انخفاض مداخيل البنوك المصرية من النقد الأجنبي نتيجة لانخفاض عوائد بعض القطاعات الاقتصادية المصرية مثل السياحة وقناة السويس والبتروول وتحويلات العاملين والصادرات.
- انخفاض معدل الزيادة في الودائع في البنوك نتيجة لانخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالعملات الأجنبية أو المحلية.
- تراجع نشاط البنوك المصرية في مجال التجزئة المصرية (كمنج القروض مثلا) نتيجة لانخفاض الطلب على بعض السلع الاستهلاكية (السيارات والأدوات المنزلية) وكذلك خفض نشاطها في مجال التجارة الخارجية وذلك نتيجة لتراجع الصادرات والواردات وتراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

ب. الجزائر: وهي من بين دول المجموعة الثانية في العالم العربي وقد تأثر اقتصادها بالأزمة المالية العالمية ولكن بنسبة أقل من دول الاتحاد الأوروبي والو.م.أ وذلك للأسباب التالية<sup>2</sup>:

- عدم وجود سوق مالي فعال في الجزائر.
- عدم وجود ارتباطات وثيقة بين البنوك الجزائرية والبنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها.

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 154 - 155.

2 - نفس المرجع السابق، ص 155.



- الاقتصاد الجزائري مغلق نسبيا على الاقتصاد العالمي لأن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير ماعدا المحروقات وهذا ما يجعله في مأمن من أي كساد يصيب اقتصاديات العالم لأن الدول المصدرة للبضائع تتأثر بأي كساد يصيب الدول التي تستهلك وتستورد بضائعها المصدرة.
- اعتماد الحكومة الجزائرية في إعداد ميزانيتها على سعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها الوقوع في مواقف حرجة عند انخفاض أسعار النفط.
- وأكد الخبير الاقتصادي عبد الرحمن مبتول أنه إذا استمرت الأزمة المالية العالمية لفترة أطول سيمكنها من إحداث آثار وانعكاسات مباشرة على الاقتصاد الجزائري ويمكن تلخيصها في النقاط التالية<sup>1</sup>:
- حقيقة أن الو.م.أ هي أكبر دولة مدينة في العالم ونتيجة لتراجع قيمة الدولار بسبب العجز في الميزانية السنوية ترتفع نسبة التضخم وبما أن معظم صادرات الجزائر يتم تقييمها بالدولار الأمريكي و50% من الواردات يتم تقييمها باليورو وهذا ما يحدث تراجعا حادا في داخل البلاد من العملات الصعبة.
- قامت الحكومة الجزائرية بتوظيف 43 مليار دولار في سندات الخزينة الأمريكية وبفائدة لا تتعدى 2% وهي فائدة متدنية ولا تحدم مصلحة الدولة، ولا بد من الذكر أن الأزمة العالمية التي ضربت الو.م.أ أدت على إفلاس عدد من البنوك وهذا يؤدي إلى خلق مشكلة أمام الجزائريين في استرجاع أموالهم في الوقت المحدد فإذا لم تستطيع الحكومة الجزائرية من استرجاع أموالها في الوقت التي تحتاجه فيه فلن يكون لها نفع في استرجاعها بعد أن تصاب الجزائر بأزمة مالية تؤدي على انهيار الاقتصاد.
- وفي حالة وقوع كساد وركود اقتصادي على مستوى العالم حيث أن اقتصاديات الصين واليابان وغيرها من الدول الآسيوية مرتبطة ارتباطا كاملا بالاقتصاد الأمريكي فإن الطلب على النفط سيتراجع بشكل حاد والنتيجة هي انخفاض أسعار النفط والغاز وهذا يؤدي على تراجع الدخل الجزائري إلى مستوى متدني كثيرا.
- التراجع الحاد للاستثمارات الأجنبية الناجحة في الجزائر وذلك من أجل إنقاذ المراكز المالية للمستثمرين الأجانب في بلادهم أو في بلدان أخرى وأيضا بسبب الممارسات الحمائية التي كانت تفرضها دولهم.
- ارتفاع قيمة الواردات السنوية الجزائرية ارتفاعا حادا والتي كان من المتوقع أن تبلغ قيمتها 40 مليار دولار في نهاية سنة 2008 وذلك بسبب التضخم المنتشر على صعيد العالم، وبناء على دراسة أعدتها منظمة الأغذية والزراعة فإن الأسعار سجلت ارتفاعا مقداره 24% سنة 2007 وقفزت في نهاية 2008 إلى 50%.

1 : علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 156 - 157.

- إن ارتفاع قيمة فاتورة الواردات سيدفع الدولة إلى تقليص القيمة المالية للتحويلات الاجتماعية والتي بلغت سنة 2008 عشرة مليار دولار ومن بين تلك التحويلات الاجتماعية المخصصات المالية الموجهة لدعم أسعار المواد الضرورية واسعة الاستهلاك والتي بلغت قيمتها سنة 2008 ب 5.1 مليار يورو وأن خفض هذه التحويلات سينعكس على القدرة الشرائية للجزائريين وخاصة العمال منهم.

ت. الأردن: امتدت الآثار السلبية للأزمة العالمية إلى الاقتصاد الأردني وقد شملت هذه الآثار السلبية قطاع العقارات والتجارة وقطاع الصناعة وقطاعات اقتصادية أخرى ، وأدت الأزمة إلى آثار واضحة في الاقتصاد الأردني خلال سنة 2009 وذلك كمايلي<sup>1</sup>:

- الهبوط الكبير في أسعار الأسهم والذي وصل إلى حوالي 25% وكذلك انخفضت أسعار الأسهم لأكثر من ربع الشركات المدرجة في البورصة عن القيمة الاسمية لأسعار هذه الأسهم، وقد تأثرت بورصة عمان بالأزمة العالمية لكن تأثر هذه البورصة كان أقل نسبيا من تأثر الكثير من البورصات العربية الأخرى وقد أدت تأثيرات الأزمة المالية العالمية على البورصة الأردنية إلى انخفاض القيم السوقية من حوالي 29.2 مليار دولار في نهاية 2007 إلى حوالي 25.4 مليار دولار في نهاية 2008 وعلى صعيد متصل أدت الأزمة المالية العالمية على إفلاس عدد كبير من صغار الوسطاء الماليين وهذا ما أدى إلى خسائر قدرت بحوالي 1.2 مليار دينار أردني.

- الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة وأشارت تقارير مالية واقتصادية إلى أن الخسائر التي تكبدتها بورصة عمان خلال سنة 2011 كانت ضخمة (حوالي 3.5 مليار دينار أردني) علما أن البيانات التاريخية للبورصة أشارت إلى فقدان القيمة السوقية حوالي 23 مليار دينار أردني خلال الفترة 2008 - 2011.

- معاناة الاقتصاد الأردني نتيجة الأزمة العالمية كغيره من الاقتصاديات من الركود الاقتصادي ومن مشكلات في السيولة وغير ذلك على سبيل المثال فقد كان هناك بعض الركود أو التباطؤ أو التوقف في الاستثمارات العقارية ولوحظ أن هناك بعض المشاريع العقارية الضخمة قد توقفت بفعل انعكاسات الأزمة العالمية.

- انعكاسات سلبية واضحة في تحويلات المغتربين العاملين في الخارج إلى الأردن.

- زيادة نسبة البطالة في الأردن وقد يكون سبب ذلك عودة بعض المغتربين العاملين في الخارج إلى الأردن بسبب انعكاسات الأزمة وكذلك بسبب قيام بعض الشركات بإعادة هيكلة انعكس عنها تخفيضات في أعداد العاملين.

<sup>1</sup> : يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية ، دار وائل للنشر، عمان ، الطبعة الأولى ، 2015، ص ص: 336 - 339.

- تضرر قيم المنح والمساعدات الخارجية للأردن بصورة سلبية حيث أن الواقع الاقتصادي الصعب لاقتصاديات الدول المانحة الناجم عن الأزمة المالية العالمية كان وراء هذه الآثار في قيم المنح والمساعدات الخارجية.
- تأثر قيم الاستثمارات الأجنبية والاستثمارات الخليجية في الأردن بسبب تداعيات الأزمة والأمر يتطلب بذل جهود مستمرة للمحافظة على هذا الاستثمارات واستقطاب المزيد منها.
- تضرر قيمة صادرات الأردن إلى الأسواق الخارجية (خصوصاً إلى الدول المتقدمة) بفعل الركود في تلك الأسواق في ضوء تأثيرات الأزمة المالية العالمية علماً أن صناعات أردنية متعددة تعتمد على التصدير ولا يمكن بيع جميع إنتاجها في الأسواق المحلية الأردنية ، وقد تراجعت صادرات المناطق الصناعية المؤهلة Qualified Industrial Zones سنة 2008 وبداية سنة 2009 وقد كان للأزمة المالية العالمية دور في ذلك، إضافة إلى أسباب أخرى مثل التراجع في الميزة التنافسية لهذه المناطق الصناعية قياساً مع دول أخرى (مثل مصر التي يوجد فيها أيضاً مناطق صناعية مؤهلة)، وقد يعود تراجع الميزة التنافسية للمناطق الصناعية المؤهلة في الأردن إلى قيام الأردن برفع دعمه للوقود وللصادرات ، إضافة إلى وجود تباين في مستويات الأجور (بين الأردن ومصر مثلاً حيث أن الأجور في الأردن أعلى). ومن الأمثلة على تراجع صادرات المناطق الصناعية المؤهلة سنة 2008 وبداية سنة 2009 هو تراجع الصادرات إلى الو.م.أ بحوالي 16.5% وتراجع الصادرات إلى الاتحاد الأوروبي بحوالي 30%.
- التراجع في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة من حوالي 8.8% سنة 2007 إلى حوالي 7.8% سنة 2008.
- زيادة عجز الميزان التجاري للأردن سنة 2008 حيث وصل هذا العجز إلى حوالي 6427.9 مليون دينار أردني (علماً أن الدولار الأمريكي يساوي حوالي 0.70 من الدينار الأردني، وكان هذا العجز قد بلغ حوالي 5658.6 دينار أردني في سنة 2007 وبذلك فإن هذا العجز قد زاد بمعدل نمو بلغ حوالي 13.6% بفعل تأثير الأزمة العالمية).
- تراجع حصيلة الضرائب والرسوم على العقارات والأراضي والممتلكات حوالي 31.5% خلال الربع الأول من سنة 2009 وهذا مؤشر واضح على تباطؤ النمو الذي حدث في قطاع الإنشاءات.
- تضرر القطاع المصرفي في الأردن من خلال الجوانب التالية:

○ النمو في الودائع أصبح أقل من النمو في التسهيلات الممنوحة بسبب تأثيرات الأزمة المالية العالمية.

○ اهتمام البنوك الأردنية بدرجة كبيرة بتحديد التدفقات النقدية المستقبلية للقروض وحساب القيمة الحالية لهذه التدفقات.

○ الزيادة في حجم وقيمة الشيكات الراجعة وقد شكلت قيمة الشيكات المرتجعة حوالي 5% من قيمة الشيكات المتداولة.

○ دفع القطاع المصرفي في الأردن نحو زيادة درجة التحفظ في منح القروض حيث اعتمدت المصارف بعض السياسات الحذرة المتحفظة المتعلقة بالإقراض وضمادات الإقراض، وقد شهدت الأردن انخفاضاً واضحاً في نمو القروض المصرفية للقطاع الخاص خلال الفترة 2008/ 2009 حيث تعرض الاقتصاد الأردني لضغوط على السيولة النقدية ما بين البنوك في ضوء قيام السلطات النقدية باعتماد سياسة ركزت على دعم تثبيت قيمة الدينار مقابل الدولار وفي ضوء تزايد وتفاقم الأزمة العالمية منذ الربع الأخير من سنة 2008. وقد تأثرت الاستثمارات سلباً بهذه السياسات والإجراءات وهذه السياسات أدت إلى انخفاض بحوالي 2.1% في القروض الممنوحة من البنوك للقطاع الخاص خلال الربع الأول من سنة 2009.

ث. **العراق:** تعتبر من بين الدول التي وصلتها تأثيرات الأزمة وانعكاساتها حيث تعد العراق من البلدان العربية التي تمتلك موارد اقتصادية غنية، وهذه الموارد منحها مجموعة من المزايا التي جعلتها تواجه هذه الأزمة وتمتص الكثير من آثارها السلبية على الاقتصاد والمجتمع العراقي وفيما يلي أهم الانعكاسات<sup>1</sup>:

- **التراجع الحاد في عوائد النفط:** تأثرت الإيرادات العامة للعراق بعد الأزمة المالية العالمية بسبب التدهور في أسعار النفط بعد الأزمة وإضافة إلى ذلك فإن ملامح الكساد وصاعد الركود في الكثير من دول العالم أدى إلى انخفاض في الطلب على النفط وهذا انعكس سلباً على الدول المصدرة للنفط وتجدد الإشارة إلى أن النفط يشكل نسبة مرتفعة جداً في الموازنة العراقية.

- **تخفيض الموازنة:** إن انخفاض أسعار النفط كان قد دفع إلى إجراء تخفيض في موازنة العراق في سنة 2009، وانسجاماً مع التخفيض في الموازنة تم اتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير التي هدفت إلى التخلص من جميع مظاهر وأسباب الإنفاق غير الضروري وغير المبرر في القطاع العام ولكن دون المساس بالإنفاق الضروري خاصة فيما يتعلق بالبنود التي ترتبط بشكل مباشر بالمواطن العراقي ومستوى معيشة هذا المواطن مثل: متطلبات شبكة الحماية الاجتماعية والرواتب والأجور ومستحقات التقاعد وغيرها...

- **تعاظم البحث عن مصادر أخرى للإيرادات عدا النفط:** تم الاهتمام في العراق بالبحث عن مصادر أخرى للإيرادات التي لا تتأثر كثيراً بالتقلبات والتغيرات السريعة التي تطرأ على الأسواق العالمية والدولية والإقليمية وقد تم الاهتمام بالجمارك كأحد مصادر الإيرادات في ظل تراجع الإيرادات المتحققة من مصادر جوهرية أخرى، ومن مصادر الإيرادات الأخرى التي تم التأكيد على أهميتها للاقتصاد العراقي بعد الأزمة العالمية:

○ مشاركة القطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية في العراق.

1 - يوسف أبو فارة، مرجع سبق ذكره، ص ص : 344 - 346.

- زيادة الاستثمارات في القطاع السياحي العراقي.
- زيادة الاهتمام بالقطاع الزراعي العراقي.
- زيادة وتعزيز الاهتمام بالقطاع الصناعي العراقي.
- توجيه الاستثمارات الأجنبية نحو المجالات والقطاعات المجدية للاقتصاد العراقي.
- العمل على تنويع الاقتصاد العراقي كمنهج دائم بعيدا عن التركيز فقط على قطاع النفط.

- **عرقلة مشاريع تطوير القطاع النفطي:** أدت الأزمة العالمية إلى عرقلة تنفيذ الكثير من المشاريع الخاصة بتطوير القطاع النفطي العراقي وزيادة الطاقة الإنتاجية لهذا القطاع.

- **عرقلة خطط التنمية:** أدى انخفاض أسعار النفط إلى تأثيرات واضحة على خطط التنمية في العراق وهذا الأمر ليس مستغربا ما دام أن الاقتصاد العراقي يعتمد بدرجة كبيرة جدا على النفط.

ج. فلسطين: تمثلت تداعيات الأزمة العالمية على الاقتصاد الفلسطيني كمايلي<sup>1</sup>:

- **محدودية تأثيرات الأزمة العالمية في الاقتصاد الفلسطيني:** أظهرت تقارير اقتصادية ومالية نشرت في بداية سنة 2009 أن الأزمة العالمية أدت إلى تأثيرات سلبية على الاقتصاد الفلسطيني لكن هذه التأثيرات لم تكن بحجم التأثيرات التي لحقت بالكثير من الدول العربية ، وربما يبدو أن آثار الأزمة العالمية كانت محدودة على الاقتصاد الفلسطيني بسبب الواقع المتردي أساسا لهذا الاقتصاد، حيث تشير التقارير والدراسات الاقتصادية إلى أن الاقتصاد الفلسطيني يعاني من أوضاع صعبة منذ الانتفاضة الثانية سنة 2000 وقد عانى هذا الاقتصاد من هزات مالية واقتصادية متعددة خلال المدة الممتدة من سنة 2000 - 2011. وقد أشارت تقارير اقتصادية نشرت سنة 2009 إلى أن هناك بعض العوامل التي قللت من بعض تأثيرات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الفلسطيني ومن هذه العوامل:

- قلة الصناديق الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- صغر حجم الاقتصاد الفلسطيني.
- المرونة العالية في التعامل والتعاطي مع الظروف الاقتصادية الصعبة.

<sup>1</sup> - يوسف أبو فارة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 356-360.

○ ضعف التجارة الخارجية حيث هناك ضعف واضح في التعاملات التجارية مع الأسواق العربية والإقليمية والعالمية، وهذا الجانب السلبي في بنية الاقتصاد الفلسطيني أدى أن تكون الآثار محدودة على تعاملات التجارة الخارجية الفلسطينية بسبب محدوديتها (أهم أسباب ضعف هذه التجارة القيود الإسرائيلية الشديدة المفروضة على الاقتصاد الفلسطيني).

- **تأثر المساعدات الخارجية للاقتصاد الفلسطيني:** أكدت تقارير مالية واقتصادية على أن بعض المساعدات الخارجية للاقتصاد الفلسطيني قد تأثرت سلبيًا بعد وقوع الأزمة المالية العالمية وجاء ذلك في صورة تخفيض لبعض المساعدات أو تباطؤ في الدفع أو ضياع فرص بعض المساعدات التي كان من الممكن الحصول عليها لو لا وقوع هذه الأزمة. وتجدر الإشارة هنا إلى أن معدلات النمو التي يحققها الاقتصاد الفلسطيني تعتمد بصورة كبيرة على المساعدات الخارجية للاقتصاد الفلسطيني واستمرار نمو الإنفاق العام المعتمد على هذه المساعدات الخارجية. وتحاول بعض الدول زيادة هذه المساعدات للتخفيف من الآثار والتداعيات الاقتصادية والاجتماعية الخطيرة الناجمة عن السياسات والممارسات والإجراءات الإسرائيلية.

#### جدول رقم 17: المساعدات الخارجية للاقتصاد الفلسطيني

الجهة الداعمة	المدة الزمنية	حجم الدعم (مليار دولار)
دول عربية	2009-2000	3.1
المفوضية الأوروبية	2009-2000	3.4
الولايات المتحدة	2009-1994	3.5
اليابان	2009-1994	1.1

المصدر: يوسف أبو خازنة، الأزمات المالية والاقتصادية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2015، ص 358.

من خلال الجدول المدون أعلاه تبرز أهمية المساعدات الخارجية للاقتصاد الفلسطيني إذا علمنا أن نسبة العاملين في القطاع العام الفلسطيني هي حوالي 25.2% سنة 2009، فهذا الأمر يشير إلى اعتماد دورة الدخل بنسبة عالية على الإنفاق العام حيث يجدر الإشارة إلى أن قيمة المساعدات الخارجية المقدمة لدعم الموازنة الفلسطينية خلال سنة 2009 قد بلغت حوالي 1.57 مليار دولار أمريكي (وكانت نسبة المساعدات العربية من هذا المبلغ حوالي 14.1%). وقد أكدت تقارير مالية واقتصادية دولية على أن الاقتصاد الفلسطيني يعتمد بدرجة كبيرة على المساعدات الخارجية. ولم تتمكن المساعدات الدولية المقدمة من دول متعددة من تحقيق الآثار والمضامين التنموية المرجوة منها بسبب ما تم على أرض الواقع من سياسات

وممارسات وإجراءات إسرائيلية بحق الشعب الفلسطيني ومؤسساته ومقومات اقتصاده ونموه، إن هذا الواقع الصعب للاقتصاد الفلسطيني قد وضع المؤسسات الفلسطينية التي بدأت تمارس بعض الصلاحيات ابتداء من سنة 1994 في موقف صعب وحرَج ، حيث أنها واجهت واقعا اقتصاديا صعبا جدا (إضافة إلى الواقع الصعب في المجالات السياسية والاجتماعية وغيرها...)، ولم يتم تمكينها من الأدوات الكافية والمناسبة للتعاطي مع هذا الواقع بكفاءة وفعالية ونجاح في ظل السياسات والإجراءات الإسرائيلية التي لا تزال ترفض منح الفلسطينيين حقوقهم الكاملة وسيادتهم غير المنقوصة.

- تجمع انعكاسات الأزمة العالمية على الاقتصاد الفلسطيني مع آثار الإجراءات والسياسات الإسرائيلية: رغم أن الاقتصاد الفلسطيني لم يتأثر بصورة مباشرة وسريعة بتداعيات الأزمة المالية العالمية غير أن بداية 2009 شهدت أحداثا صعبة بالذات في قطاع غزة أثرت على القدرات والموارد البشرية والمادية الفلسطينية بصورة جوهرية وكان ذلك نتيجة للحملة العسكرية الإسرائيلية على قطاع غزة خلال المدة الممتدة من 2008/12/27 إلى 2009/01/18. وقد أشارت تقارير اقتصادية دولية إلى أن الخسائر المباشرة وغير المباشرة على الاقتصاد الفلسطيني بسبب هذه الحملة العسكرية قد وصلت إلى حوالي أربعة مليارات دولار، وهي قيمة ضخمة قياسا بحجم الاقتصاد الفلسطيني. كما تأثرت التنمية الاقتصادية والاجتماعية في فلسطين كنتيجة لهذه الحملة العسكرية من جهة، ونتيجة لتأثر المعونات والمساعدات والعوائد المالية في ظل انعكاسات الأزمة العالمية استمرت هذه الآثار السلبية الكارثية على الاقتصاد الفلسطيني في ظل سياسات الاحتلال الإسرائيلي الاحتوائية التي تضع العراقيل أمام الاقتصاد الفلسطيني ونموه على حساب دعم الاقتصاد الإسرائيلي حيث أن هذه السياسات أدت إلى انتكاسات اقتصادية مستمرة وأضرمت بالتنمية الاقتصادية الفلسطينية وألحقت أضرارا فادحة بالبناء المؤسسي الفلسطيني ، ومن ضمن هذه السياسات والممارسات والإجراءات الإسرائيلية التي مورست وأثرت بصورة سلبية جوهرية في الاقتصاد الفلسطيني: سياسة الإغلاق الداخلي ، سياسة الإغلاق الخارجي، الاستيطان ومصادرة الأراضي الفلسطينية وفرض قيود شديدة على استخدام الكثير من الأراضي الفلسطينية المحتلة وجدار الفصل العنصري وتبعاته الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والاستنزاف المتواصل للموارد الطبيعية الفلسطينية والقيود الإسرائيلية المفروضة على حركة المواطنين الفلسطينيين داخل الأراضي الفلسطينية وغيرها من السياسات والممارسات والإجراءات.

### 3. المجموعة الثالثة ذات الانفتاح المنخفض:

أ. السودان: يقع السودان ضمن مجموعة الدول ذات الانفتاح المالي والاقتصادي المنخفض مع العالم الخارجي إلا أن الأزمة المالية العالمية طالت بآثارها السلبية دول العالم الثالث ومنها السودان لكنها قليلة والسبب في ذلك المقاطعة الأمريكية

الاقتصادية للسودان وهذا ما أدى إلى عدم ارتباط الاقتصاد السوداني والتجارة مع الدول الغربية والو.م.أ. وكرس السودان توجهه إلى تقوية الإنتاج والعمل على جذب الاستثمار وتقوية القطاع المالي والمصرفي والعمل على تهيئة وتسهيل المناخ للاستثمار في القطاع الإنتاجي، وكذلك تحول السودان إلى التعامل بعملات أخرى غير الدولار الأمريكي مما قلل كثيرا من تأثير هذه الأزمة على الاقتصاد السوداني ولكن تشابك الاقتصاد الدولي مع بعضه البعض لا يستثني دولة من وصول تداعيات هذه الأزمة إليها. ولابد من الذكر ان الاقتصاد السوداني مفتوح للاستثمارات الخارجية وأن العديد من المستثمرين لهم ارتباطات بمؤسسات خارجية وهذا ما يؤدي إلى تأثير الأزمة ولو بطريق غير مباشر على السودان. وكشف بيان للسودان أمام لجنة بالجمعية العامة للأمم المتحدة أن ديون البلاد بلغت 31.9 مليار دولار في نهاية سنة 2007 وهي تمثل أكثر من 65% من الناتج القومي الإجمالي المحلي وتبلغ نسبة هذه الديون من صادرات السودان 486%. وكما توقع أن تؤثر هذه الأزمة إيجابا على الاقتصاد الوطني السوداني وذلك بفعل تحول الكثير من المستثمرين الأجانب إلى استثمار أموالهم في القطاع الإنتاجي في السودان عوضا عن استثمارها في أسواق رأس المال. بسبب الأزمة العالمية تباطأ النمو الاقتصادي في العالم وقل الطلب على استهلاك النفط في جميع أنحاء البلدان مما أدى إلى انخفاض أسعار النفط وعليه فإن المالية العامة في السودان تأثرت لأنها تعتمد على العائد من صادرات النفط وبنسبة 55% من الإيرادات العامة وتشكل أيضا أكثر من 90% من عائدات الصادرات السودانية. وعليه من المتوقع ارتفاع كلفة التأمين على كافة البضائع وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها لدى المستهلك الأخير الذي يعاني من ارتفاع أسعار المواد الغذائية الضرورية ومن المتوقع أيضا أن تخرج بعض الاستثمارات التي تعتمد في تمويلها على بنوك خليجية ومن المحتمل أن تعرقل الأزمة إعفاء السودان من ديونه وتسهيلات القروض وبرامج مكافحة الفقر العالمية وخاصة من الدول الغنية<sup>1</sup>.

أما جنوب السودان تأثر بالأزمة تأثيرا كبيرا لاعتماده على البترول اعتمادا كليا وعلى مساعدات الو.م.أ. وذلك كما يلي<sup>2</sup>:

- تقلص المعونات الأمريكية والأوروبية.
- اعتماد جنوب السودان على الدولار الأمريكي في معاملاته الاقتصادية وفقدان أو تدني قيمة الدولار سوف تؤثر على اقتصاد الجنوب بمحاورة المختلفة.
- تأثر صادرات وواردات الجنوب بالأزمة وخاصة مع أمريكا وأوروبا.
- تأثر أموال الجنوب المودعة في الغرب سلبا كنتيجة للأزمة العالمية

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره ، ص 157 - 158.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 159.



ب. سوريا: عانى الاقتصاد السوري المنفتح حديثا على اقتصاد السوق بحد أن ظل طويلا تحت حماية الدولة بدوره من آثار الأزمة العالمية ، ولقد حذرت وزارة الاقتصاد في دراسة نشرت في وسائل الإعلام السورية سنة 2008 من نتائج الأزمة العالمية من احتمالات تراجع في الاستثمارات الأجنبية وانخفاض تحويلات المغتربين السوريين حيث بلغت سنة 2008 نحو 850 مليون دولار كما حذرت من ارتفاع الأسعار في كافة السلع ، هذا بجانب الاحتمالات الكبيرة في انخفاض أسعار النفط وكذلك تراجع الصادرات حيث ظهر تراجعها فعلا إلى النصف خلال الأشهر الأخيرة من سنة 2008 وقد تراجع أكثر خلال سنة 2009. أما مجلة الاقتصاد الأسبوعية قالت أن عشرات المنشآت الصناعية في حلب أغلقت أبوابها في الأشهر الثلاثة الأخيرة من سنة 2008. رغم كل هذا إلا أن تأثير الأزمة على سوريا محدود على المدى القريب وذلك بسبب أن سوريا لا تملك سوق للأوراق المالية بعكس الدول الأخرى التي خسرت المليارات ولكن خلال سنة 2009 على أكثر تقدير بدأ التأثير السلبي للأزمة على المواطن السوري وشهدت سوريا ارتفاعا هائلا في أسعار المواد الأساسية بل وصعوبة في توفير المستورد منها وهكذا توقفت الآلة الإنتاجية وخاصة في الزراعة والصناعة. كما قال الدكتور "دريد درغام" مدير عام للمصرف التجاري السوري أكبر مصارف سوريا أن تأثير الأزمة المالية العالمية كان كبيرا على الاقتصاد السوري حيث أشار إلى أن التبادل التجاري مع العالم وانخفاض تحويلات المغتربين من الخارج إلى سوريا أثر بدرجة كبيرة حقا على الاقتصاد السوري ، وأضاف الدكتور "دريد درغام" أن الاقتصاد السوري عانى منذ سنوات من تناقص صادرات النفط وكذلك من تزايد حاجة الدولة إلى أرصدة مالية لدعم الوقود من جهة ودعم الغذاء من جهة أخرى ولقد زادت الضغوط حقا بوجود المقاطعة الأمريكية وما تمارسه من ضغوط على الشركاء التجاريين لسوريا ، وقال أيضا أنه في ظل التزايد السكاني المخيف ازدادت الضغوط على سوريا ومن ثم أفرز إلى سوق العمل أكثر من 400 ألف طالب لفرصة عمل كل سنة هذا فضلا عن تزايد الطلب على فرص العمل من جانب المغتربين الذين تأثروا بالركود في البلاد المقيمين فيها، وبما أن الركود الاقتصادي سوف يخفض الطلب على مختلف المواد الخام أو المواد المصنعة أو نصف المصنعة من شركات ومصانع سوريا فهذا أمر يؤثر حتما في الصناعات السورية بالسلب ويسفر عن تخفيض قدرتها المالية وبالتالي قدرتها على الالتزام بتسديد ديونها الداخلية والخارجية. أما الشارع السوري راقب تطورات وآثار الأزمة العالمية بشيء من القلق بسبب التصريحات الحكومية المتناقضة وأنباء الأسواق العالمية التي تقترب آثارها من منطقة العالم العربي يوما بعد آخر وأخيرا في أوائل سنة 2011 هبت الثورة التي قادها الشعب السوري ومازال الأمر لم يحسم بعد رغم استشهاد آلاف من الثوار<sup>1</sup>.

1 - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 132 - 135.

## المبحث الثالث: ارتدادات أزمة 2008 والدراسات السابقة

إن الأزمة المالية العالمية لم تلقي بتداعياتها فقط على مختلف الاقتصاديات وإنما امتدت وأصبحت عميقة وكبيرة جدا حيث أن الدول لم تخرج تماما منها فكانت هناك موجات ارتدادية هذا من جهة، ومن جهة أخرى بعدما تطرقنا للفصلين الأولين حول الجوانب النظرية لكل من البورصة والنمو الاقتصادي والأزمات إضافة إلى هذا الفصل الذي يدور حول الأزمة الأخيرة وأضرارها وارتداداتها، ظهر جليا أن البورصة بين النمو الاقتصادي والأزمات وهذا ما سنتأكد منه من خلال طرح لمختلف الدراسات السابقة بعد تناولنا للارتدادات. وهذا على النحو التالي:

أولا : الأزمة الاقتصادية اليونانية

ثانيا: أزمة الديون الأوروبية

ثالثا: الأزمة الاقتصادية الإسبانية

رابعا: مخاطر على مصير الاتحاد الأوروبي

خامسا: أزمة الديون الأمريكية

سادسا: الدراسات السابقة المتعلقة بالأزمات

أولا : الأزمة الاقتصادية اليونانية:

**1. الملامح العامة للاقتصاد اليوناني:** قبل الحديث عن الأزمة الاقتصادية اليونانية والتعرض على ما يمكن أن تؤدي عليه ضغوطها المتزايدة من عواقب وخيمة تهدد بانتقال العدوى إلى بلدان الاتحاد الأوروبي وبلدان منطقة العالم العربي، ونستعرض بإيجاز شديد أهم ملامح الاقتصاد اليوناني<sup>1</sup>:

● تقع اليونان ضمن منطقة البلقان الجنوبي في جنوب شرق أوروبا وظلت لفترة طويلة تمثل أحد البلدان الأوروبية الأساسية واستطاعت احراز مكانة اقتصادية عالمية مرموقة.

<sup>1</sup> - بوالكور نور الدين، أزمة الدين السيادي في اليونان - الأسباب والحلول ، في: (مجلة الباحث ، العدد 13 / 2013، ص ص : 59-60).

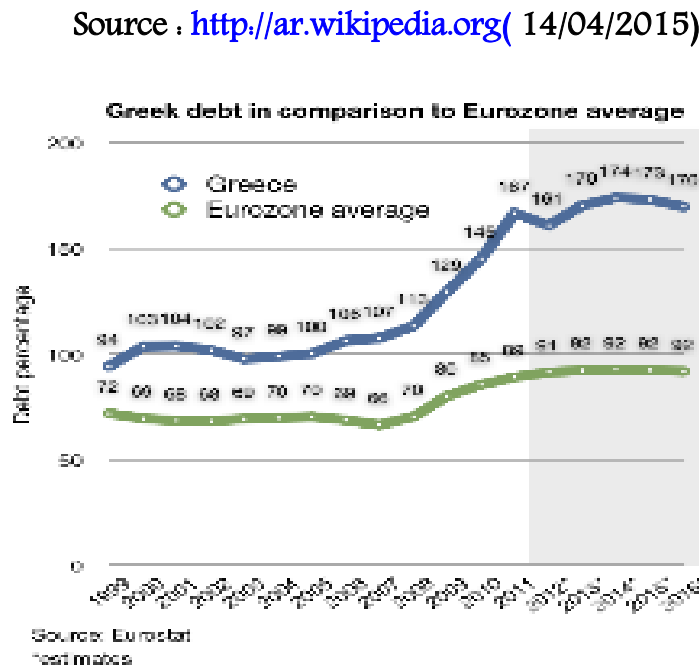
- تمثل اليونان عضوا فاعلا في كبرى المنظمات الاقتصادية الإقليمية والدولية مثل منظمة التجارة العالمية والاتحاد الأوروبي ومنظمة اليورو.
- تبلغ مساحة اليونان 131990 كم<sup>2</sup>، ويبلغ عدد السكان 11.4 مليون نسمة، أما الناتج المحلي الإجمالي فيبلغ في حده الأعلى 343 مليار دولار. وعلى هذا الأساس يبلغ دخل الفرد السنوي نحو 306281 دولار.
- يقوم الاقتصاد اليوناني على ثلاث دعائم اساسية:
  - قطاع الخدمات: يساهم بحوالي 75.5% من الناتج المحلي الإجمالي إضافة إلى أنه يستوعب 68% من قوة العمل.
  - قطاع الصناعة: ويساهم بحوالي 20.6% من الناتج المحلي الإجمالي إضافة إلى أنه يستوعب حوالي 20% من قوة العمل.
  - قطاع الزراعة: ويساهم بحوالي 3.7% من الناتج المحلي الإجمالي إضافة إلى أنه يستوعب 12% من قوة العمل.
- ومما يلاحظ أن قطاع الخدمات يشكل أكثر من ثلث أرباع الناتج المحلي الإجمالي مقارنة من القطاع الصناعي والزراعي وهذا يعني أن قطاع الخدمات هو أكثر اتساعا من قطاع الإنتاج الحقيقي.
- تبلغ نسبة البطالة حوالي 7.7% وهي نسبة تمثل مؤشرا مرتفعا مقارنة بدول الاتحاد الأوروبي الأخرى، الأمر الذي يمكن اعتباره مؤشرا قويا على عدم قدرة الاقتصاد اليوناني على خلق فرص عمل جديدة، وما هذا إلا مؤشرا لضعف الاستثمارات وتحديد عدم قدرة الاقتصاد اليوناني على جذب تدفقات رأس المال الاستثماري المباشر وغير المباشر.
- يلاحظ أن الصادرات اليونانية تبلغ 19.14 مليار دولار أهمها المنتجات الغذائية والصناعية والنفطية وغيرها بحيث تتوزع بنسبة 11% لإيطاليا 10.5% لألمانيا، 7% لبلغاريا، 6% إلى قبرص وبنسب أصغر من ذلك على بعض دول العالم وعلى وجه الخصوص دول البلقان وشرق أوروبا بالإضافة إلى الدول العربية.
- أما الواردات اليونانية تبلغ 93.91 مليار دولار تمثل الماكينات والوقود والكيماويات وأنواع أخرى من المواد الخام بحيث تستورد 13.3% من وارداتها من ألمانيا، 12.8% من إيطاليا، 6.2% من الصين، 5.6% من فرنسا هذا بالإضافة إلى استيراد بعض احتياجاتها من دول الشرق الأوسط وآسيا.
- يعتبر اقتصاد اليونان اقتصادا ناميا مثله مثل تركيا والبرازيل والأرجنتين ومن ناحية أخرى وعلى أساس اعتبارات مستوى الدخل فإنه ذو دخل مرتفع مثله مثل اقتصاد كندا وأمريكا والسويد.
- في إطار كل ما تقدم يمكن القول أن اليونان تعاني من ثلاثة أنواع من الفساد تتمثل في الآتي:

- الفساد الاقتصادي : وظهر ذلك وتفشى بسبب عمليات الرشوة والتهريب الضريبي الذي ساد المجتمع اليوناني هذا بجانب العمولات غير المشروعة ولقد ازداد هذا الفساد حيث أصبحت معظم المناقصات في حكم المناقصات الجائرة.
- الفساد السياسي: وكان ذلك بسبب تفشي عمليات التزوير والتمييز والمحسوبية إضافة إلى التحالفات المشبوهة للنخب السياسية واستحواذها على معظم القرارات السياسية.
- الفساد الاجتماعي: وظهر ذلك جليا بسبب تفشي تهريب المخدرات في طول البلاد وعرضها وازدياد عدد المستهلكين لهذه المواد المخدرة بكل أنواعها ، هذا إلى جانب اتساع أنشطة الدعارة إضافة إلى الجرائم المتزايدة والمختلفة الأنواع.

2. بؤادر الأزمة الاقتصادية اليونانية: شكلت الاختلافات الاقتصادية الهيكلية إضافة إلى مكونات الفساد بؤادر الأزمة الاقتصادية اليونانية وظلت هذه الوتيرة تتطور بشكل خفي لفترة تزيد عن عشر سنوات أما الحكومة اليونانية المتواترة فكانت قادرة حقا على إخفاء تفاعلات وتداعيات هذه الأزمة وذلك باستخدام الأساليب التالية<sup>1</sup>:

- اللجوء المستمر والمتزايد للاستدانة ، الأمر الذي أدى على ارتفاع معدلات الدين ضمن مستوى يعادل 113 % من مستوى الادخار وهذا ما يظهر من خلال الشكل التالي.

شكل رقم 08: حجم الدين العام اليوناني نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سنتي 1999 و2010 مقارنة مع متوسط الدين العام الأوروبي



1 - رمزي محمود، مرجع سبق ذكره، ص ص : 155 - 157.

• اللجوء المتزايد لأخذ المعونات والمساعدات المالية من الاتحاد الأوروبي ويرجع ذلك في الأساس إلى أن المفوضية الاقتصادية الأوروبية ظلت تعتمد برنامجا وقائيا يتمثل في تقديم الدعم والمساعدات لدول الاتحاد الأوروبي التي تعاني من مشاكل اقتصادية حتى يمكن منع هذه المشاكل ومنع تفاقمها ومن ثم تحويلها على أزمات تلحق الأضرار الفادحة بالاستقرار التي تتمتع به اقتصاديات الاتحاد الأوروبي.

• ومع تزايد الضغوط المتتابة بعد الأزمة المالية العالمية التي بدأت في الو.م.أ في سبتمبر من سنة 2008 ، تزايدت بالتالي ضغوط اللجوء على الاستدانة في مطلع سنة 2010 ومن ثم بدأت المفوضية الاقتصادية الأوروبية أكثر تدقيقا وفحصا لاقتصاديات الاتحاد الأوروبي، ومن سوء الحظ أن معدل النمو للاقتصاد اليوناني هبط فجأة على 1.3% بعد أن كان 4% الأمر الذي اعتبره الأوروبيون مؤشرا سلبيا جديدا يندرج بالخطر.

• وفي ضوء كل ما تقدم انفجرت ضغوط الأزمة الاقتصادية اليونانية وتحولت من ضغوط هيكلية كامنة إلى ضغوط وظيفية تعمل في العلن ومن ثم تزايد الغضب الشعبي واندلعت المظاهرات الغاضبة أما المنشآت فقد تزايدت معاناتها في الحصول على قروض وترافق ذلك مع عدم قدرة البنوك في الحصول على المزيد من المدخرات أو حتى الحصول على عائدات القروض التي سبق ومنحتها للأفراد والمنشآت والشركات حيث أصبحوا جميعا في حالة تعثر وعدم القدرة على سدا الديون أما الحكومة اليونانية فأصبحت غير قادرة على تمويل القطاع العام فلا توجد ودائع أو مدخرات للاستدانة منها كما لات توجد إمكانية لفرض المزيد من الضرائب الجديدة على الشعب الذي أصبح على وشك الثورة.

### 3. أسباب الأزمة الاقتصادية اليونانية<sup>1</sup>:

ترتبط الأزمة الاقتصادية اليونانية ارتباطا وثيقا بالأزمة المالية العالمية 2008 حيث ضرب الركود الاقتصادي بعنف الاقتصاد اليوناني وذلك بسبب تأثر قطاع الخدمات الذي يساهم بنسبة 75.5% من إجمالي الناتج المحلي.

اعتادت اليونان على أن يكون عجز الموازنة فيها أكثر ممن ضعف الحد المسموح به في منطقة اليورو لسنوات طويلة واتسمت في هذه الفترة السابقة بالكثير من المشكلات الاقتصادية الهيكلية كما يعاني اقتصاد اليونان الصغير نسبيا بالمقاييس الأوروبية من تضخم القطاع العام الذي حصل يصل إلى 40% من الناتج المحلي الإجمالي. وتأثر كل من القطاع العام وقطاع الرعاية الصحية بالأزمة الاقتصادية اليونانية ، الأمر الذي أدى إلى زيادة عجز الموازنة ومن ثم ارتفعت البطالة في فبراير 2010 حتى بلغت 21.1% ومع استمرار ضعف الاقتصاد وزيادة الإنفاق اضطرت الحكومة على مضاعفة الاقتراض في السنوات السابقة للأزمة وخلالها أيضا، في وقت انخفضت فيه أسعار الفائدة تلك هي أهم أسباب ظهور الأزمة اليونانية.

<sup>1</sup> - بوالكور نور الدين ، مرجع سبق ذكره، ص 60.

يمكن اعتبار الأزمة الاقتصادية اليونانية هي أزمة اليورو فرغم اختلاف التوصيف إلا أن النتيجة واحدة ذلك لأنها تهم ولا تزال تجربة وحيدة كان من المتوقع أن تحقق على مدى عشرات السنين وحدة تجارية واقتصادية ناجحة وكان يجب أن تتوجهها وحدة نقدية بوصف مماثل.

والجدول المدون أدناه يبين الوضعية الاقتصادية اليونانية خلال الفترة 2001 إلى غاية 2011.

جدول رقم 18: البيانات الاقتصادية لليونان 2001-2011.

البيانات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الدين العام (مليار يورو)	151.9	159.2	168.0	183.2	195.4	224.2	239.3	263.3	299.7	329.5	355.6
الدين نسبة إلى ن.م.إ.م. (%)	103.7	101.7	97.4	98.6	100.0	106.1	107.4	113.0	129.4	145.0	165.3
التضخم سنوي (%)	3.7	3.9	3.4	3.0	3.5	3.3	3.0	4.2	1.3	4.7	3.1
النمو الحقيقي في ن.م.إ.م. سنوي (%)	4.2	3.4	5.9	4.4	2.3	5.5	3.0	-0.2	-3.3	-3.5	-6.9
عجز الموازنة من ن.م.إ.م. (%)	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.6	-10.3	-9.1

Source : <http://ar.wikipedia.org> (14/04/2015)

من خلال هذا الجدول يتبين أن اليورو بدأ إصداره سنة 1999 منافسا ضعيفا للعملة الأقوى في العالم وهي الدولار الأمريكي بسعر صرف يبلغ نحو 1.18 دولار ثم انخفض على 82 سنتا فقط في شهر أكتوبر سنة 2000 وظل ضعيفا بعد ذلك لمدة سنتين ثم استجمع ثقة المستثمرين وانطلق ليتخطى الدولار ويصل سنة 2009 إلى نحو 1.6 دولار ومن ثم أصبح العملة العالمية الثانية من حيث احتياطات العملات في العالم وذلك قبل أن يهبط إلى 1.22 دولار في أوج أزمة اليونان.

إن إجمالي الديون اليونانية التي تجمعت خلال عشر سنوات أو أكثر وحتى عام 2010 تبلغ حوالي 350 مليار يورو وبدأت هذه الأزمة تشكل أزمة مستحكمة لليونان بل ومنطقة اليورو في الأساس الأمر الذي أدى بعد تسع ساعات من المفاوضات بين أعضاء منطقة اليورو على أن تقوم ب شراء ديون اليونان بنفسها عن طريق صندوق الإنقاذ المالي وكان البنك المركزي الأوروبي الوحيد المخول بذلك.

4. سيناريو احتواء الأزمة اليونانية: خلال النصف الثاني من سنة 2011 تشغل الأوساط الاقتصادية والسياسية اليونانية بالعمل على إيجاد المخرج الملائم والمناسب الذي يتيح لليونان الإفلات الحقيقي من هذه الأزمة. أما الأوساط الاقتصادية والسياسة الأوروبية انشغلت بمحاصرة انعكاسات وضغوط الأزمة الاقتصادية اليونانية هذا بجانب العمل بكل ما تتمتع به من إمكانيات من عدم السماح بانتقال عدوى أزمة اليونان إلى اقتصاديات الاتحاد الأوروبي وعلى وجه الخصوص الاقتصاد الإيطالي والألماني والفرنسي.

ويقول بعض المحللين في الأوساط الاقتصادية والسياسية في اليونان أن الحكومة اليونانية قد حصرت أهم خياراتها لعلاج الأزمة الاقتصادية في ضرورة الحصول على التمويل اللازم من أجل توفير الغطاء المالي لعجز الميزانية وتتمثل أبرز هذه الحلول فيما يلي<sup>1</sup>:

● طرح سندات خزانة يونانية في الأسواق المالية وبأسعار فائدة معقولة ولفترة عشر سنوات ، لكن هذا الأمر يثير كثير من التساؤل:

- من ذا الذي سوف يقوم بشراء سندات الخزانة والدولة التي تطرحها تعاني من أزمة اقتصادية خطيرة والعجيب في الأمر أن يدفع المشتري ثمن هذه السندات نقدا ثم ينتظر لفترة عشر سنوات لكي يستلم اصل المبلغ وفوائده.  
- وعلى فرض إتمام عملية شراء السندات فهل يوجد ما يضمن إمكانية تداول هذه السندات في الأسواق المالية.

● طرح هذه السندات وبأسعار معقولة أيضا ولنفس الفترة (عشر سنوات) ولكن بوجود ضمانات من البنك المركزي الأوروبي لتغطية هذه السندات بل ودفع قيمتها فور تقديمها للسداد وهذا كذلك يثير كثير من التساؤل:

- إن قيمة السندات التي تصدرها الخزنة اليونانية والمضمونة من البنك المركزي الأوروبي تتضمن مبالغ جد طائلة وتفوق قدرة البنك المركزي الأوروبي على السداد الفوري وهذا أمر يضع هذا البنك في موقف حرج تماما.  
- ومن ناحية أخرى أن الضمانات اللازمة الذي يقدمها البنك المركزي الأوروبي لتغطية سندات الخزنة اليونانية سوف يعرض أداء البنك المركزي الأوروبي وأدائه النقدي والمالي للكثير من الاختلالات والمشاكل.

وترددت بعض المعلومات في شأن حل الأزمة اليونانية خلاصتها مايلي<sup>2</sup>:

1 : رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 164 - 166.

2 - نفس المرجع السابق ، ص ص : 159.

أصبحت دول الاتحاد الأوروبي أكثر ميلا لخيار تقديم الدعم والمساعدة لليونان عن طريق قيام بعض الدول الأوروبية القوية اقتصاديا بشراء سندات الخزنة اليونانية وكانت ألمانيا في مقدمة المشترين لهذه السندات يليها كل من إيطاليا وفرنسا وهولندا والسويد. وقيام هذه الدول بعملية الشراء سوف يتم ربطه حصرا ببرنامج الإصلاح الاقتصادي حيث تقوم المفوضية الاقتصادية الأوروبية بوضع خطته الرئيسية بحيث تقدم المفوضية الأوروبية برنامجا للحكومة اليونانية يتضمن التزامها بحزمة من الإصلاحات.

أما في حالة عدم التزام الحكومة اليونانية بتطبيق هذه الإصلاحات سوف تواجه بفرض عقوبات اقتصادية أوروبية حيث يكون أقلها حرمان اليونان من مساعدات الاتحاد الأوروبي وربما فرض المزيد من الرسوم والضرائب على السلع والخدمات اليونانية في البلدان الأوروبية.

### 5. خطط الاتحاد الأوروبي للإنقاذ:

أما عن خطط الاتحاد الأوروبي لإنقاذ اليونان من أزمتها الاقتصادية فقد شملت مايلي<sup>1</sup>:

#### أ. خطوات الإنقاذ الأولى (ماي 2010 – جوان 2011)

- في ماي 2010 صمم الاتحاد الأوروبي خطة كبيرة لإنقاذ اليونان تشمل تخصيص 110 مليار يورو لمساعدة اليونان على تحسين تصنيفها الائتماني بما يمكنها من العودة إلى الاقتراض في الأسواق المالية العالمية. وكان من المفروض أن تلك الخطة هي مجرد تأمين لن تحتاج اليونان إلى استخدامه ذلك لأن الأسواق سرعان ما تستعيد ثقتها في اليونان وبالتالي تنعدم الحاجة على استخدام كامل المبلغ المخصص لها، ولكن ذلك لم يحدث بل إن الأمور ازدادت سوءا ولم تستعيد اليونان تصنيفها الائتماني أو ثقة الأسواق المالية، الأمر الذي دفع الاتحاد الأوروبي على تصميم خطة جديدة للإنقاذ.

علما بأن هذه الخطة قد صادق عليها وزراء مالية واقتصاد دول منطقة اليورو وبدعم من صندوق النقد الدولي بمبلغ 30 مليار يورو ويتم تأمين 80 مليار يورو الباقية عبر قروض ثنائية يتم الحصول عليها من دول اليورو.

وفي هذا الخصوص دعا مدير عام صندوق النقد الدولي "دومينيك ستروس" الاتحاد الأوروبي إلى تحديد مهلة تسديد هذا القرض 100 مليار يورو على ثلاث سنوات.

1 - ينظر: - رمزي محمود، مرجع سبق ذكره، ص 160.  
- نور الدين بوالكور، مرجع سبق ذكره، ص ص: 62 - 63.



- وافقت منطقة اليورو على خطة المساعدات الثانية لليونان بمبلغ 160 مليار يورو علما بأن سلوفاكيا قد امتنعت عن المشاركة في خطة المساعدات الأولى لليونان في ماي 2010 ومن ثم يمكن إعفاؤها من المشاركة في خطة المساعدات الثانية هذه، علة أن توافق قانونا على خطة المساعدات لتعزيز الوضع القانوني للخطة الأوروبية الموحدة.

بعد أن وحدت البنوك المركزية الرئيسة في العالم جهودها بضخ المزيد من السيولة لتعزيز الوضع المالي للبنوك المهتدة وإنهاء أزمة ديون اليورو ، تعرضت أوروبا لضغوط متزايدة لإنهاء شهور من النزاع حول خطة إنقاذ مالي اتفق عليها 160 مليار يورو نظرا لأن اليونان أوشكت فعلا على إعلان إفلاسها.

إلا أن شروط الخطة الجديدة هي شروط غير واقعية حيث طلب من اليونان تسديد القرض الأول 110 مليار يورو خلال السنوات الثلاث القادمة أي ما يعادل 40% من حجم اقتصادها المتهالك، والشركاء في الاتحاد الأوروبي يحاولون إقراضه تجنبا لسقوطه ولكن بشروطهم المححفة فهي تضر أكثر طبقات العمال والمستضعفين في الأرض.

ففي هذا الشأن نجد الكثير من المتظاهرين والمحتجين اليونانيين يطالبون حكومتهم بإعلان إفلاسها والخروج من منطقة اليورو والعودة إلى عملة اليونان التاريخية المرنة " دراخما<sup>1</sup>" وهذه العملة كانت أداة تتناسب مع احتياجاتها السياسية ، ففي الأزمات تقوم الحكومة بتخفيض الدراخما مما يشجع السياحة ويجعل الصادرات أكثر جاذبية بل ويتحسن ميزان المدفوعات ويرتفع دخل الحكومة الأمر الذي يجعل الأزمة الطارئة أزمة مؤقتة وفي نفس الوقت يؤدي غلى مزيد من التضخم وتظهر بوادر أزمة جديدة تدفع إلى تخفيض جديد لسعر صرف الدراخما مرة أخرى وكانت تلك السياسة المرنة جذابة جدا للسياسيين والمواطن العادي لأنها لا تنطوي على إجراءات تقشفية مؤلمة كما طلب منها. أما مع اليورو فإن سعر صرف محدد في فرانكفورت وهو يرتفع أكثر مما ينخفض مما يعني أن أزمة اليونان زادت من حدتها في إطار سياسة سعر صرف مرنة ، كما انتشرت في معظم الأسواق المالية العالمية مما زاد من تخوف المستثمرين إضافة إلى أن دول الاتحاد تأثرت من خلال النظام المصرفي.

- قدمت الحكومة اليونانية طلبا رسميا في 23 جوان 2010 إلى دول منطقة اليورو وصندوق النقد الدولي بتفعيل خطة الإنقاذ المالي التي اتفق عليها قبل 10 أيام مع المفوضية الأوروبية، وتتضمن الخطة قروضا من دول الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد بقيمة 45 مليار يورو تحتاجها الحكومة اليونانية للنفقات المالية خلال السنة الجارية إضافة إلى حاجة اليونان لتسديد 16 مليار يورو لسندات يجل أجل سدادها مع نهاية شهر مايو وبسبب ارتفاع معدلات الفائدة إلى 8.3% فإن اليونان غير قادرة على إعادة تمويل هذه السندات.

\* 1 : هي عملة اليونان تاريخيا قبل اعتماد اليورو كعملة رسمية ، وهي كلمة اشتقت من كلمة درهم .

وردت المفوضية الأوروبية على الطلب اليوناني بأنها سوف تقوم بتفعيل الآلية في أسرع وقت ممكن، فيما صرح مدير عام صندوق النقد الدولي دومينيك شتروس "نحن مستعدون للتحرك سريعاً لتلبية هذا الطلب وتقديم المساعدة لليونان والبالغة قيمتها 60 مليار دولار". وأضاف "كنا نعمل بشكل وثيق مع السلطات اليونانية منذ أسابيع لبحث المساعدة التقنية ولدينا فريق على الأرض في أثينا يعمل منذ أيام مع السلطات والاتحاد الأوروبي"

ويتعين على المفوضية والبنك المركزي الأوروبي أولاً تقييم طلب اليونان ، وبعد ذلك ستقرر الدول الـ15 الأخرى الأعضاء في "منطقة اليورو" ما إذا كانت ستدعم اليونان مالياً. وقالت المفوضية الأوروبية إن قروضاً طارئة ستصرف لليونان في أقرب وقت ممكن، وفي مايلي جدول القروض الممنوحة لليونان على دفعات:

**جدول رقم 19: القروض الممنوحة لليونان للفترة ماي 2010 - ديسمبر 2011.**

الدفعات	التاريخ	منطقة اليورو	صندوق النقد	المجموع
الدفعة الأولى	ماي 2010	14.5	5.5	20.0
الدفعة الثانية	سبتمبر 2010	6.5	2.6	9.1
الدفعة الثالثة	ديسمبر 2010 - يناير 2011	6.5	2.5	9.0
الدفعة الرابعة	مارس 2011	10.9	4.1	15.0
الدفعة الخامسة	جوان 2011	8.7	3.2	11.9
الدفعة السادسة	ديسمبر 2011	5.8	2.2	8.0
المجموع	-	52.9	20.1	73.0

Source : <http://ar.wikipedia.org> (14/04/2015)

من خلال هذا الجدول يتضح أن وافقت جميع دول الاتحاد الأوروبي إضافة إلى صندوق النقد الدولي على منح اليونان سلسلة من القروض المالية بمجموع 110 مليار يورو على مدى 3 سنوات خلال الفترة من 2010 حتى يونيو 2013 منها 80 مليار يورو مقدمة دول الاتحاد الأوروبي فيما قدم صندوق النقد الدولي 30 مليار يورو، وتبلغ الفائدة على هذه القروض نحو 5.2% وفترة سداد 3 سنوات وقد خفضت الفائدة في قمة بروكسل لقادة الاتحاد الأوروبي في مارس 2011 حيث تقرر تخفيض الفائدة بنحو 1% لتصبح 4.2% فيما زادت فترة السداد لتبلغ 7 سنوات ونصف، وقد اشترط على اليونان للحصول على القروض القيام بإجراءات تكشف تهدف إلى خفض الإنفاق.

وبحسب الخطة يتعين على اليونان على خفض العجز في ميزانيتها إلى 8.1 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في العام الحالي و7.6 في المائة في عام 2011 و6.5 في عام 2012. ويتوقع أن ينخفض العجز إلى أقل من 3 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي وهو الحد الأقصى بحلول عام 2014. في حين سيرتفع الدين العام إلى نحو 150 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في 2013 قبل أن يبدأ تراجعاً بداية من عام 2014.

### ب. خطوات الإنقاذ الثانية (فبراير 2012)

أقرت دول منطقة اليورو في 21 فبراير 2012 الحزمة الثانية لإنقاذ اليونان، وتتضمن الحزمة جملة إجراءات خصصت لها 130 مليار يورو، فضلاً عن اتفاق لتبادل سندات ديون أثينا مع دائيتها من القطاع الخاص ينص على شطب 107 مليارات يورو. من خلال اتفاق مبادلة مع المؤسسات المالية الخاصة ينص على شطب 53.5% من قيمة سندات الدين اليوناني التي تحوزها تلك المؤسسات أي ما يعادل 107 مليارات يورو عن طريق تبديل السندات القديمة بأخرى جديدة بتاريخ استحقاق يحل بعد ثلاثين سنة وبنسبة فائدة متغيرة، تتراوح بين 2% حتى 2015، و3% حتى 2020، و4.3% في السنوات الموالية، إلى أن تنتهي آجال استحقاق الديون اليونانية في 2042. وأما القروض التي سيقدمها الدائون الدوليون فتصل في مجموعها إلى 130 مليار يورو، تسدد تدريجياً إلى غاية 2014.

وتهدف خطة الإنقاذ إلى إعادة هيكلة ديون اليونان التي تناهز 350 مليار يورو، ومن المتوقع أن تقلص إجراءات الحزمة الثانية ديون اليونان من 160% من ناتجها المحلي الإجمالي إلى 120.5% في 2020، وهي النسبة الأقصى للدين التي يمكن أن تتحملها البلاد على المدى البعيد.

### ثانياً: أزمة الديون الأوروبية:

تعتبر أزمة منطقة الأورو أو أزمة الديون السيادية\*<sup>1</sup> مرحلة ثانية للأزمة العالمية فقد تعمقت الاختلالات وارتفعت حدة الاضطرابات، حيث تم تسجيل مستويات عالية من المديونية، ضعف النظام المالي والبنكي مع انخفاض القدرة على سداد الديون وانخفاض ثقة المستثمرين مع ردود أفعال متأخرة وغير كافية، مما عزز الشعور بعدم أمان المؤسسات والأفراد وتأثرت دول

\* - الديون السيادية يقصد بها الديون المترتبة على الحكومات ذات السيادة و يتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات، و عندما تقوم الحكومات بإصدار سنداتها فإنها تكون تسلك سبيلين: إما طرح سندات بعملتها المحلية، و غالباً ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين، و في هذه الحالة يسمى الدين ديناً حكومياً، أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية و التي غالباً ما تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو ويسمى في هذه الحالة ديناً سيادياً .

المنطقة الواحدة تلو الأخرى. رغم أن مشكلة الدين العام لم تقتصر على منطقة الأورو إلا أنها اتسمت بطابع خاص ، ففي حين تعدد الأسباب المفسرة لأزمة الديون الأوروبية، يعتبر بول كروجمان أن المشكل نقدي أساس وذلك بسبب إدراج عملة وحيدة في ظل غياب مؤسسات ضرورية تسمح لها بممارسة عملها. وقد سمح إنشاء عملة اليورو بخلق شعور أمان وهمي للمستثمرين الخواص مما سمح بتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال بين دول المنطقة. ونتيجة لهذه التدفقات ارتفعت تكاليف الإنتاج فأصبحت الصناعة غير تنافسية، أدى إلى انتقال العديد من الدول من وضعية كانت مبادلاتها التجارية متوازنة نسبيا في 1999، إلى تسجيل عجز تجاري كبير. ونظرا لأن هذه الدول لا تمتلك عملات محلية خاصة بها فإنها لا تستطيع التدخل عن طريق تخفيض قيمة العملة لاسترجاع التنافسية، وهذا ما زاد من حدة عجز الميزانية<sup>1</sup>.

### 1. أسباب أزمة الديون الأوروبية:

إن أسباب أزمة منطقة اليورو متعددة وهي نتيجة تفاعل سلسلة من الميكانيزمات، فبداية يمكن أن نشير على تأثير الأزمة الاقتصادية العالمية على اقتصاديات اليورو بسبب الروابط المالية والتجارية، ذلك أن هناك تداخلا في الاستثمارات المتبادلة بين الحكومات والبنوك والأفراد، أدت إلى ارتفاع نسبة القروض المتعثرة للأفراد والمؤسسات وارتفاع عبئ الدولة بسبب ضمانها لهذه القروض فضلا عن ارتفاع مستوى الدين العام في دول المنطقة، أثر كل ذلك سلبا على الدول فأصبحت غير قادرة على تنفيذ برامج التقشف لأسباب سياسية واجتماعية، وجعلها تستمر في سياسة الاقتراض، هذا و يمكن أن نضيف العناصر التالية<sup>2</sup>:

- تعرف اقتصاديات منطقة اليورو إشكالا هاما في بنيتها الاقتصادية ، إذ بالرغم من الوحدة النقدية إلا أن هناك اختلافا في قوانين الضرائب والتقاعد ومستوى التطور والنمو مع عدم الانسجام بنية المؤسسات، كما أن عدم وجود هوية أوروبية موحدة قد فاق في الغالب درجة التنسيق فيما بين الدول وذلك بسبب الصراع بين مركز القرار السياسي والاقتصادي.
- ضعف الرقابة على النظام المصرفي إذ أن العديد من البنوك قامت بعملية تزوير اسعار الفائدة والتلاعب في اسعار الصرف والتهرب من دفع الضرائب ، مع تقديم قروض عقارية للأفراد دون مراعاة مستوى دخولهم أو مراعاة القيمة الفعلية للعقار فضلا عن تقديم قروض لمؤسسات متعثرة دون القيام بدراسة دقيقة.
- تسجيل خلل في الميزان التجاري فخسرت العديد من دول جنوب المنطقة حصصها في السوق لصالح دول الشمال وذلك بسبب ضعف التنافسية والتنظيم، فضلا عن خسارة أوروبا جزء من حصصها في السوق العالمية لصالح الو.م.أ بسبب انخفاض سعر الدولار ولصالح الهند والصين بسبب الأسعار المنافسة.

<sup>1</sup> - Paul Krugman, Pourquoi les crises revient toujours , Nouveaux horizons , Paris 2009,P35.

<sup>2</sup> - بهية بوكروح ، مرجع سبق ذكره، ص ص 124 -125.

- غياب مرونة الجهاز النقدي الأوروبي بحيث لا يسمح للدول بصط النقود لتغطية احتياجاتها لتسهيل تجارتها، وهذا ما دفع الدول إلى رفع الضرائب للحصول على سيولة نقدية مما أدى إلى خفض قدرتها التنافسية.

وعلى إثر ذلك واجهت منطقة اليورو اضطرابات حادة انتقلت من دولة إلى أخرى وانخفضت مستويات المعيشة وأغلقت العديد من الشركات التجارية أبوابها وانسحبت بعض المؤسسات المالية من أسواق المال فضلا عن خروج رؤوس الأموال من منطقة الأورو وتحويلها إلى الين والفرنك السويسري. ارتفعت مستويات البطالة حيث بلغ عدد العاطلين عن العمل في الاتحاد الأوروبي في جويلية 2012 حوالي 25 مليون شخص بينهم 17 مليون في منطقة الأورو. أصبحت أزمة منطقة اليورو حادة في سبتمبر 2011 في الوقت الذي تأزم فيه الدين السيادي في بعض دول المنطقة، حيث بدأ التساؤل على قدرتها على تمويل الدين العمومي فضلا عن غياب الثقة في الدين السيادي لهذه المنطقة انعكس على تمويل وملاءة البنوك التي تستعمل بكثرة السندات السيادية كضمان. وقد انعكست هشاشة البنوك على مصداقية الدول. وتدهورت شروط الإقراض ما بين البنوك وارتفعت علاوات المخاطر في السداسي الثاني من 2011، فقد تعطل النمو في منطقة الأورو وتقلص النشاط الاقتصادي نهاية 2011 قبل أن ينطلق من جديد في حركة نمو بطيئة في 2012<sup>1</sup>.

وقد تأثرت الكثير من الدول الأوروبية بهذه الأزمة وتأتي اليونان على راس الدول التي مستها هذه الأزمة. فقد دفعت الرغبة في استيفاء شروط الانضمام إلى الأورو باليونان إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي ومستويات المعيشة، مع عدم تقديم الأرقام الفعلية لمؤشرات الأداء الاقتصادي، وهذا ما دفع بعض الدول إلى الإعلان في وقت متأخر عن حقيقة وضعها المالي وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، فكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان خاصة في اليونان، البرتغال، إسبانيا وبريطانيا وهذا وقعت هذه الدول في أزمة الديون السيادية. وقد بلغ مجمل الدين العام 948 مليار يورو ما يعادل 400% من الدخل القومي أما فيما يخص الدين الخارجي فقد بلغ 500 مليار يورو وقدرت أعباؤه السنوية حوالي 22 مليار يورو وهذا يفوق قدرة اليونان الاقتصادية ويحول دون استمرارها بالإيفاء باستحقاقات الدين العام<sup>2</sup>.

قامت مؤسسات التصنيف الدولية للقروض فور الإعلان عن الأزمة بتخفيض التصنيف الائتماني للسندات الحكومية لليونان ولدول أخرى في الاتحاد الأوروبي مثل البرتغال، وهو ما جعل الأسواق العالمية تدرك عمق الأزمة مع الخوف أن تصبح عدوى

1 - بهية بوكروخ ، مرجع سبق ذكره، ص 126.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 127.

بين دول الاتحاد الأوروبي، خاصة مع توقع تفاقم الديون في عدد من دول الاتحاد. وقد تمخضت عن هذه الاضطرابات أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو وذلك بسبب تراكم الاختلالات المالية والاقتصادية لهذه المنطقة.

تعتبر إيرلندا ثاني أكبر دولة تسبب في نشوء أزمة الديون السيادية فقد حققت نموا هاما قدر ب 9.6% في فترة (1995-2000) وبلغت سعر الفائدة على مديونيتها أدنى مستوياتها سنة 2005، وارتفعت مستويات الأجور ب 13% إلا أن النمو السريع والسياسة النقدية الأوروبية ساهمت في ضخ المزيد من النقد الأجنبي في القطاع المالي، مما أدى إلى زيادة حجم الائتمان ليشكل حوالي 200% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2008. وقد تأثر الاقتصاد الأيرلندي بشدة الأزمة خاصة وأنه تحول من اقتصاد صناعي إلى اقتصاد يعتمد على قطاع الخدمات والوساطة المالية والعقارات، فتأثرت إيرلندا بالأزمة العالمية وتراجع الطلب المحلي العام بنسبة 16% وانخفضت حركة الاستثمارات بنسبة 40% وأسعار المساكن بنسبة 40% بحلول سنة 2010. كما تجدر الإشارة أن القطاع المالي هو أكثر القطاعات تأثرا حيث انخفضت الأسهم المالية إلى أكثر من 70% وقدرت خسارة البنوك إلى ما يصل إلى 35 مليار أورو وبنسبة 20% من الناتج المحلي الإجمالي وتم الإعلان عن تأمين البنك الإنجليزي الأيرلندي الذي تكبد خسائر قدرت بنحو 12.7%<sup>1</sup>، والجدول المدون أنه يوضح نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة الأورو.

جدول رقم 20: نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو سنة 2010.

الدولة	نسبة العجز في الميزانية (%)	الدولة	نسبة العجز في الميزانية (%)
إيرلندا	14.7-	بلجيكا	5.8-
اليونان	12.2-	قبرص	5.7-
إسبانيا	10.1-	النمسا	5.5-
فرنسا	8.2-	إيطاليا	5.3-
البرتغال	8.0-	ألمانيا	5.0-
سلوفينيا	7.0-	فنلندا	4.5-
نيوزيلندا	6.1-	مالطا	4.4-
تشيكوسلوفاكيا	6.0-	لوكسمبورغ	4.2-

المصدر: التقرير الاتحادي، أفاق الاتحاد الدولي 2012-2013، على الموقع الإلكتروني:

[www.un.org/en/development/desa/policy/.../2012wesp\\_es\\_ar.pdf\(05/01/2017\)\)](http://www.un.org/en/development/desa/policy/.../2012wesp_es_ar.pdf(05/01/2017)))

<sup>1</sup> - بهية بوكروح ، مرجع سبق ذكره، ص 128.

يلاحظ من خلال الجدول المدون أعلاه أن إيرلندا تصدر قائمة دول المنطقة اليورو من حيث نسبة العجز في الميزانية حيث وصلت نسبة العجز في ميزانيتها نحو 14.7% يليها اليونان نسبة 12.2% ثم إسبانيا، فرنسا والبرتغال. وقد تأثرت إيطاليا ثامن أكبر اقتصاد في العالم بشدة من الأزمة حيث قدر دينها الحكومي 119% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2011، أما البرتغال فقد احتلت المرتبة الثانية بعد اليونان من حيث أعلى عجز في ميزان الحسابات الجارية وبذلك تعتبر أهم الدول التي عانت من أزمة الديون السيادية.

## 2. الدين السيادي الأوروبي واحتمالات السداد:

### • طرق تخفيض عبء الدين العام<sup>1</sup>:

– **التعديل المالي** : أي تعديل هيكل النفقات أو الإيرادات ، بهدف تخفيض عجز الميزانية العامة بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي و تاليا تحقيق فوائض أولية ، تسمح بسداد الدين.

– **خلق التضخم** : أي لجوء الدولة الى التمويل التضخمي ، عبر زيادة عرض النقود و استخدامها في خدمة الدين العام . و هذا يمكن الدولة على التخلص من جانب من عبء الدين من خلال تخفيض قيمة العملة و قوتها الشرائية .

– **إعلان التوقف عن السداد** : و هذا يعني ضمنا الإعلان عن إفلاس الدولة ، تمهيدا لإعادة هيكلة الدين السيادي لتلك الدولة عبر إجراءات منها شطب جزء من الدين ، أو إعادة الجدولة على فترات زمنية أطول ، أو من خلال خفض معدلات الفائدة على تلك الديون .

### • لكن بتطبيق ذلك على واقع منطقة اليورو فهناك حديث آخر<sup>2</sup>:

فالخيار الأول القاضي بالتعديل المالي سوف يتطلب من تلك الدول ضرورة اتخاذ عدة إجراءات ، ربما يكون بعضها غير ممكن لا بل مستحيل ، فإذا ما تمّ زيادة الضرائب على الشركات و على الأشخاص ، وقلص الإنفاق العام في إطار خطة تقشفية . فإن الأمر سيؤدي إلى انكماش على مستوى الطلب الكلي و إلى اضطرابات و تهديد للاستقرار السياسي و الاجتماعي كما حدث في اليونان ، و إذا تمّ اللجوء إلى بيع الأصول الحكومية في إطار عملية خصخصة فوقتها غير مناسب خاصة لتعذر الحصول على القيمة الحقيقية لهذه الأصول .

1 - عبد الله رزق، الاقتصاد العالمي في زمن الأزمات المتناقلة، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة 01، 2012/1433م، ص 228.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 229.

مع صعوبة الخيار الأول أو تعذره , نكشف أيضاً أن الخيار الثاني و المتعلق بالتمويل التضخمي كوسيلة لتمويل العجز أو خدمة الدين , معتذر لا بل مستحيل بسبب اتفاقية " ماستريخت " التي تضع في أولوية الأهداف الحرص على استقرار الأسعار في كافة أنحاء منطقة اليورو , و إذا تجاوزت بلد ما هذه الأولوية عليه أن يبحث عن الخروج من اليورو , و هذا الخيار محسوم في صعوبته , و تاليا هو لن يحل المشكلة بل سيزيدها تعقيدا , حيث الدولة التي ستخرج ستحرم من ميزة حرية الوصول الى التسهيلات المتاحة من المنطقة الأوروبية و من البنك المركزي الأوروبي .

أما بالنسبة للخيار الثالث فمن الواضح أن الدول الأعضاء في اليورو لا يمكنها اللجوء إليه , لخطورة ذلك على اليورو حيث أن عملية إعادة هيكلة الديون لمئات المليارات من الدولارات سيكون لها آثار هائلة على الأسواق و ستؤدي إلى حدوث اضطراب عظيم في النظام المصرفي الأوروبي , هذا ناهيك عن صعوبة وصول الدول إلى الأسواق في حالة اللجوء إلى ذلك الخيار , حيث ستمتنع الأسواق عن تقويم الأموال لدولة أعادت هيكلة دينها هذا عن احتمال الصعوبات التجارية التي ستواجهها .

هذا التحليل و انسداد الأفق في الخيارات الثلاث لا يبقى أمام الدولة المتعسرة إلا اللجوء إلى طلب مساعدة الاتحاد و حتة على تنفيذ برنامج للإنقاذ لهذه الدول و هذا ما حدث فعلا على صعيد اللقاء الأخير في بروكسل .

### ثالثا : الأزمة الاقتصادية الإسبانية

أوضحت المؤشرات الرئيسية الاقتصادية الإسبانية لعام 2008 أن الأزمة الاقتصادية الإسبانية والتي استمرت عواقبها حتى الوقت المعاصر لم تؤثر فقط في المجال الاقتصادي وإنما في المجال السياسي والاجتماعي أيضاً وتعتبر هذه الأزمة جزء من الأزمة الاقتصادية العالمية التي حدثت في عام 2008 والتي أثرت على جميع بلاد العالم وخاصة البلاد المتقدمة . وقد فجرت هذه الأزمة العالمية مشاكل أخرى في إسبانيا مثل: أزمة العقارات والأزمة المصرفية في عام 2010 وأخيراً زيادة البطالة, مما أدى إلى ظهور حركات اجتماعية تدعو إلى تغيير النظام الاقتصادي و الإنتاجي إضافة إلى التشكيك في النظام السياسي ومطالبته بالتجديد الديمقراطي . و مما هو جدير بالذكر, أن أهم هذه الحركات الاجتماعية هي حركة 15 إم (m-15) المسماة ب(المحتقنين) التي ظهرت نتيجة لعدم استقرار الظروف الاقتصادية للطبقة المتوسطة و المتدنية وأيضاً بسبب الأزمة المالية لسنة 2008. تزامنت هذه الأزمة مع الأزمة الاقتصادية العالمية و التي تأثرت كثيراً بمعدلات صناعة البناء عقب تفاقم الأزمة العقارية. و فيما يلي نعرض مشاكل أخرى ساهمت في تفاقم تلك الأزمة و هي : الانخفاض المفاجئ لأرصدة بعض الأسر و أصحاب الشركات الصغيرة في البنوك و أماكن ادخار المال , بعض سياسات الإنفاق الغير ملائمة التي تقوم بها الحكومة



المركزية، ارتفاع العجز العام للإدارات المستقلة و الحكومية، الفساد السياسي، فساد القدرة الإنتاجية و التنافسية و الاعتماد الكبير علي النفط. هذا وقد بدأت هذه الأزمة في عهد حكومة خوسيه ماريَا أثنار وهي الفترة التي تسبق حكومة ثباتيرو.

## 1. التضخم المالي سنة 2008

نظراً لانعدام موارد الطاقة استوردت إسبانيا جميع احتياجاتها من النفط من الخارج بسبب أزمة الطاقة لعام 2000 التي قدمت الاتجاه التضخمي. و في جوان عام 2008 وصل معدل التضخم المتراكم في الثلاثة عشرة سنوات الأخيرة إلي 5%. بالإضافة إلي الانخفاض الحاد في سعر البترول ما بين عامي 2003 و 2008 إلي جانب تفاقم الأزمة و الذي أدى إلي الخوف من خطر الانكماش المالي مما دفع إسبانيا لتحقيق أقل نسبة تضخم مالي علي مدار أربعين عاماً في عام 2009، وفي مارس عام 2009 حدث أول انكماش منذ ظهور البيانات المسجلة. وفي أكتوبر عام 2010 ظل الاقتصاد متعاقداً مع الوقت مما أدى لزيادة التضخم مرة أخرى. و من جهة أخرى ما بين عامي 2011 و 2012 ارتفعت أسعاره بنسبة 3.5% و صاحب هذا الارتفاع إجراءات تقشفية و ارتفاع نسبة البطالة مما أثر سلباً علي مستوى معيشة الشعب الإسباني. و في نفس الوقت انخفض متوسط الأجور، و تقلصت نسبة المشتريات بشكل ملحوظ<sup>1</sup>.

## 2. عدم فعالية النظام المصرفي

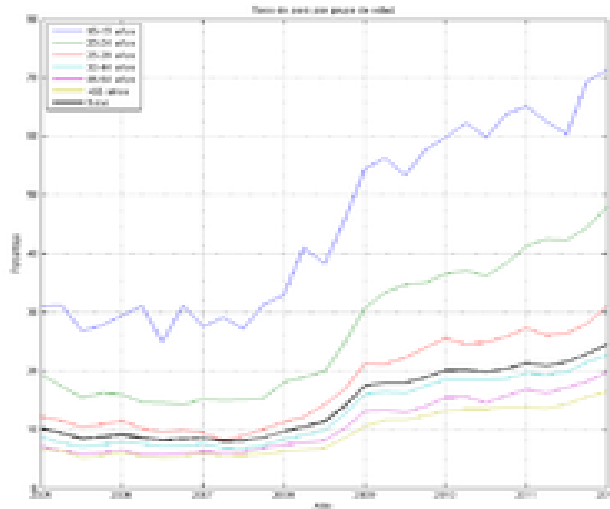
العديد من المحللين يعتبروا النظام المصرفي الإسباني هو أحد الأنظمة الأكثر صلابة بين دول أوروبا الغربية و الأفضل استعداداً لتحمل أزمة سيولة مالية و تتبع إسبانيا السياسة المصرفية المقيدة والتي تحافظ علي نسبة احتياطي عالي. إلا أن هذا التحليل لم يكن صحيحاً علي الإطلاق بسبب عدة عوامل أخرى لأن أثناء الأزمة العقارية قد تجاوزت تلك السياسات و قد قصر بنك إسبانيا(منظم حركة الاقتصاد) تقصيرا شديداً. و بالنسبة للنظام الحسابي "تزويد المحاسبة" و هو النظام الذي تتبعه إسبانيا و الذي لا يتخطى الحد الأدنى من معايير مجلس المحاسبة الدولية و الذي أضفي عليه صلابة ظاهرية بينما كان النظام منهار داخلياً. فيما بعد؛ تم إثبات أن معظم نواب البرلمان لديهم استثمارات كبيرة في القطاع العقاري، حيث بلغت ممتلكاتهم في بعض الأحيان إلي عشرين عقار. كشفت تقارير صحفية أخرى تواطؤ الحكومتين المركزية و المستقلة(ذات الحكم الذاتي) مع النظام المصرفي "حيث اندهشت الصحافة الدولية من الإعفاء في الحالات القصوى للرجل الثاني بينك سانتاندر" ألفريدو ساينث " و الذي حُكِمَ عليه بالسجن بسبب جرائم التزوير الوثائقي ". و في نفس الوقت كانت الأحزاب الرئيسية تدين بالكثير للبنوك. و يتصف هذا النظام المصرفي بالتناقض الشديد مقارنة بعدة بلاد أخرى مثل أيرلندا و التي تأخر بها التأميم

<sup>1</sup> : صلاح حسن، مرجع سبق ذكره، ص 65.

الأهم و الوحيد .ففي السابق كانت تشجع الحكومة التركيز المصرفي بالمال العام.وقد ترتب علي امتلاك إسبانيا تمتلك لأكبر شبكة مكاتب مصرفية في أوروبا ,عدد كبير من الموظفين الزائدين " الذين فقدوا عملهم و أصبحوا فائضين في الدولة " مما سبب زيادة ملحوظة في نسبة البطالة<sup>1</sup> .

### 3. بوادر الأزمة الإسبانية: تمثلت بوادر الأزمة فيمايلي<sup>2</sup>:

#### أ. البطالة



شكل رقم 09: معدلات البطالة وفقاً للأعمار في إسبانيا للفترة 2005 – 2012

Source : <http://ar.wikipedia.org> (14/04/2015)

من خلال هذا الشكل يتضح أن البطالة سجلت في سنة 2007 أقل معدل لها الذي بلغ مليون و ستة و سبعين ألف شخصاً بنسبة "6,7 % من إجمالي عدد القوة العاملة " و تزايد هذا المعدل لأول مرة في تاريخ إسبانيا في الفصل الأول من عام 2013 إلي ستة ملايين و مائتين ألف عاطل بنسبة " 27,16 % " , و منهم العديد من الشباب تحت سن الخامسة و العشرين و يبلغ عددهم تسعمائة و ستين ألف شاب بنسبة 57,2 % .

1 : صلاح حسن ، مرجع سبق ذكره ، ص 66.

2 - نفس المرجع السابق ، ص : 67 - 70

## ب. الإنتاج الإجمالي المحلي

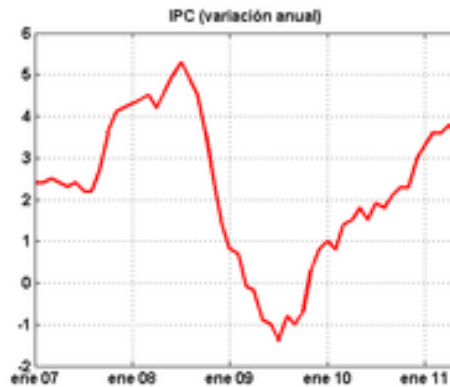


شكل رقم 10 : التذبذب السنوي لمعدلات الناتج الإجمالي المحلي (2000-2010)

Source : <http://ar.wikipedia.org> (14/04/2015)

من خلال الشكل سجل الناتج الإجمالي المحلي انخفاض مستمر خلال النصف الأخير من عام 2008 و الذي أدى و لأول مرة خلال خمسة عشر عاماً إلي دخول إسبانيا في مرحلة ركود اقتصادي وظل بها حتي النصف الثاني من عام 2010 , و تقلص الناتج الإجمالي المحلي إلي 3,7 % في عام 2009 , و إلي 0,1 % في عام 2010

## ت. مؤشر أسعار الاستهلاك



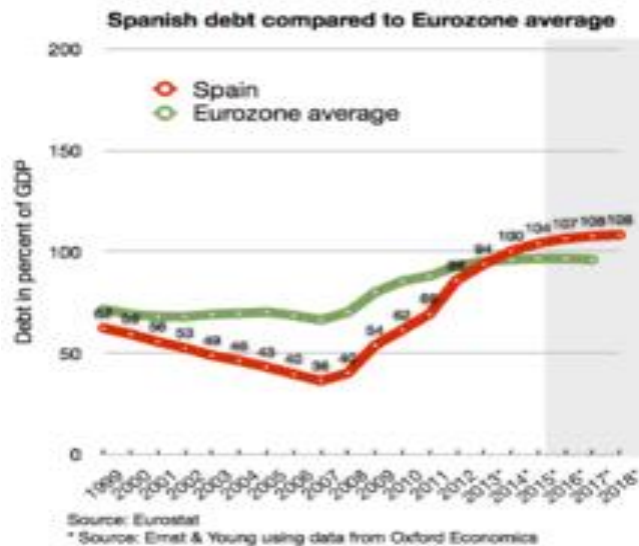
شكل رقم 11 : الاختلاف السنوي لمعدلات مؤشر أسعار الاستهلاك (2007-2011)

Source : <http://ar.wikipedia.org> (14/04/2015)

من خلال الشكل يلاحظ أن التضخم المالي بلغ أعلى مستوياته بنسبة 5,3 % في يولييه عام 2008 و يرجع ذلك إلي ارتفاع أسعار البترول , و ذلك بعد ثمانية أشهر من انخفاضه , و هذه هي المرة الأولى منذ بدء سجلات الانكماش المالي الذي امتد لثمانية أشهر أخري " من شهر مارس و حتي شهر أكتوبر عام 2009 " , وصولاً إلي المعدل السلبي 1,4 % . و علي مدار النصف الثاني من عام 2007 بدأت الأسعار في الارتفاع بشكل كبير و التي نظمت التذبذب السنوي لمؤشر أسعار

المستهلكين في شهر ديسمبر من هذا العام و الذي بلغت نسبته 4,2 % . إلا أن الدراسة التي أجرتها كايكسا كاتالونيا أكدت أن تذبذب مؤشر أسعار المستهلكين نسبته في الحقيقة كانت 7,9 % , وذلك ناتج منتجات الاستهلاك المعتادة و التي شهدت ارتفاع كبير خاصة: اللبن بنسبة 31,0 % و البنزين بنسبة 16,2 % و الخبز بنسبة 14,4 % و البيض بنسبة 9,6 % . و استمرت الأسعار في الزيادة حتى جويلية عام 2008 حيث بلغ معدل مؤشر أسعار المستهلكين نسبة 5,3 % و هذا هو المستوي الأعلى له منذ عام 1992. وفي شهر مارس عام 2009 بعد ثمانية أشهر متتابة من الانخفاض , قد حقق مؤشر أسعار المستهلكين معدلات سيئة و ذلك تزامناً مع تراجع أسعار البترول و تخفيض أسعار بعض السلع الغذائية . و هذه هي المرة الأولى منذ العمل بهذا المؤشر في إسبانيا منذ عام 1961 و الذي يسجل انخفاض الأسعار .

### ث. الدين العام ودرجة المخاطرة



شكل رقم 12 : النسبة المئوية للدين العام للناتج الإجمالي المحلي مقارنة بمتوسط المنطقة الأوروبية منذ 1999.

Source : <http://ar.wikipedia.org> (14/04/2015)

من خلال الشكل يتبين أن في سنة 2007 كان الدين العام يمثل نسبة 36,1 % من الناتج الإجمالي المحلي و تضاعفت هذه النسبة خلال ثلاث سنوات حيث بلغت ( 60,1 % ) في عام 2010 و لكن هذه المعدلات هي أقل بكثير من متوسط الاتحاد الأوروبي . و علي العكس , فإن بدل المخاطرة الخاص بالسندات الألمانية بدأ في الانطلاق أثناء صيف 2011 محققاً رقم قياسي بلغ 416 نقطة و هو ما سبب تزايد المخاوف من احتمال إنقاذ الاتحاد الأوروبي لإسبانيا مثلما فعل مع الدول الآتية : اليونان و أيرلندا و البرتغال و قبرص . و قد حقق بدل المخاطرة رقم قياسي في صيف عام 2012 منذ دخول إسبانيا منطقة اليورو مسجلة 616 نقطة فيما يخص سندات الخزنة الألمانية علي مدار عشرة سنوات .

## 4. الاعتراف بالأزمة الإسبانية (جويلية 2008)

في منتصف شهر جوان من عام 2008 طالب نائب البرلمان، "جاسبار ياماثريس" عن الحزب اليساري، نائب رئيس مجلس الشعب "بيدرو سوليبس" بإتخاذ الاجراءات المناسبة لمواجهة الأزمة. و تحول "سوليبس" إلى العضو الأول بالحكومة و حزب العمال الاشتراكي الشعبي الذي استخدم مصطلح "أزمة" للإشارة إلى الوضع الاقتصادي بعد ما أصبح مصطلح متداولاً و شائعاً بين وسائل الإعلام و التحليلات الاقتصادية المختلفة. يعتبر الثامن من شهر جويلية عام 2008 هي المرة الأولى التي يطلق فيها "ثاباتيرو" علي الوضع الاقتصادي مصطلح "أزمة" و قد قالها في هذا السياق (سأقول أزمة كما تقولون سيادتكم). و بعد أسبوع من اعتراف ثاباتيرو المعلن بوجود أزمة اقتصادية، أعلنت الشركة العقارية الأولى بالبلاد "مارتينسا -فاديسا" عن إفلاسها التاريخي الذي لم تمر به من قبل بدين يبلغ 5200 مليون يورو بسبب انعدام السيولة مما دفعها لسحب تعاملاتها بالبورصة مما أثر علي سوق الأوراق المالية و باقي القطاع العقاري<sup>1</sup>.

## 5. انهيار الأسواق المالية (أكتوبر 2008)

في أوائل أكتوبر عام 2008 تصدرت الأسهم المؤشر العالمي لإعادة الثقة عقب الإفلاسات المتعاقبة في قطاع البنوك مثل (فورتيس و ديكسيا و بنك إيبو ريال إستيت ... إلخ)، حيث عانت البورصات العالمية جمعة سوداء يوم 10 من شهر أكتوبر خاصةً مدريد التي أغلقت تعاملاتها بخسارة 9,14% وهو أقل معدل تصل إليه في تاريخها، متراجعةً بعد زيادة بلغت 9000 نقطة. و في نهاية ذلك الأسبوع أقرّ زعماء دول المنطقة الأوروبية "15 دولة" استراتيجية مشتركة لحماية سيولة المؤسسات المالية و تزويدها برأس مال إضافي و أسفرت هذه الإستراتيجية المشتركة عن توفير بليون يورو، من بينهم إسبانيا التي تعهدت بتوفير 100,000 مليون يورو للمحافظة علي احتياطي البنوك. و قال ثاباتيرو في حديث له أن هذه الإجراءات تعتبر ضرورية للخروج من الموقف الحرج الذي يقع بق نظامنا المالي و الاقتصادي. وفي يوم الاثنين الذي يليه قامت البورصات الأوروبية بالرد و الذي تمثّل في ارتفاع ساحق بنسبة 11,18% في باريس و 11,40% في فرانكفورت و 11,49% في ميلان و 8,2% في لندن. و سجل مؤشر "الإيبكس 35" أعلى زيادة في تاريخه لبلوغه 10,65% و تحطّي 10,000 نقطة<sup>2</sup>.

1 - صلاح حسن، مرجع سبق ذكره، ص 112

2 - نفس المرجع السابق، ص 80

## 6. فترة الركود (ديسمبر 2008)

خلال الربع الأخير من عام 2008 دخل الاقتصاد الإسباني رسمياً في حالة من الركود بتراجع الناتج الإجمالي المحلي بنسبة 1,1% وذلك بعد ارتفاعه بنسبة 0,3% في الربع الثالث من العام. و من ناحية أخرى مع مرور الوقت ارتفعت معدلات فقدان الوظائف بشكل ملحوظ , ففي أوت عام 2008 زاد عدد العاطلين عن 2,5 مليون و هي النسبة الأعلى علي مدار عشرة سنوات . تحولت إسبانيا في شهر ديسمبر إلي البلد الأكثر فقداً لفرص العمل في العالم مكتسحة الثلاثة ملايين عاطل . وفي الربع الأول من عام 2010 انتهى أول ركود للأزمة الاقتصادية الإسبانية. ولكن سرعان ما تفاقمت الأزمة الاقتصادية مرة أخرى بعد عام وثلاثة أشهر , في الربع الثاني من عام 2011<sup>1</sup>.

## 7. الخطة e لدفع الاقتصاد و توسعه (يناير 2009)

وفي نوفمبر لعام 2008 بواشنطن تم انعقاد أول قمة ل(مجموعة العشرين دولة, مثل: فرنسا و ألمانيا وكندا والولايات المتحدة وإيطاليا واليابان... الخ) وتلك القمة تضم أكبر الدول المتقدمة .وعلي الرغم من أن إسبانيا لم تكن من دول تلك القمة إلا أنها استطاعت بعد مفاوضات دبلوماسية هائلة حضور الاجتماع بصفتها القوة الاقتصادية الثامنة عالمياً . لقد تم اختتام القمة بالتوافق علي سلسلة من الاتفاقات والقرارات التي تهدف لإصلاح وتعزيز الأسواق المالية وتجنب الحماية الجمركية. وفي هذا السياق , قدم ثاباتيرو الخطة (إي e<sup>2\*</sup>). وقد قاموا بدمج واختصار تلك الإجراءات في أربعة محاور أساسية وهي: مساندة العائلات و تشجيع فرص العمل و دعم النظام المالي وتحديث النظام الاقتصادي. وتستلزم تلك الإجراءات إنفاق 2,3% من الإنتاج الإجمالي المحلي لعام 2009 , مما أدى لتحول إسبانيا عالمياً إلي البلد الثاني أكثر إنفاقاً مالياً بعد السعودية.

ومن جهة أخرى , يعتبر صندوق الدولة للاستثمار المحلي هو من أهم الإجراءات وأبرزها لأنه يساهم بثمانية ملايين يورو لتمويل أعمال البلدية مما يسمح بتوفير فرص العمل بشكل أسرع. ومن ضمن تلك الأعمال الممولة من قِبَل صندوق الاستثمار المحلي : إصلاح وتحسين المباني والأماكن العامة والبنية التحتية للخدمات العامة وإزالة مخلفات المباني والحفاظ علي تراث البلد وتشجيع مجال السياحة... الخ. وتشمل الخطة (إي e) إجراءات أخرى مثل: إنشاء صندوق الدولة لإنعاش الاقتصاد وتوفير فرص العمل (بتكلفة 3000 مليون يورو) والخفض من النفقات الجارية بمبلغ 2500 مليون يورو من الميزانية العامة للدولة لعام

1 : بول مايسون ، انهيار الاقتصاد العالمي – نهاية عصر الجشع- ، شركة المطبوعات للتوزيع والنشر ، لبنان ، الطبعة 02 ، 2012 ، ص 85 .  
2 \* - هي خطة إسبانية لتحفيز الاقتصاد و زيادة فرص العمل حيث ستدوم لمدة مائة عام هي عبارة عن مشروع يضم 82 وسيلة اقتصادية للمساعدة علي التخفيف من الموقف الاقتصادي الصعب الذي اجتاحت وأثر على آلاف العائلات والشركات الإسبانية

2009 وتوسيع وتحسين أداء فروع بنك الائتمان الرسمي بمبلغ (47.000 مليون يورو) ووضع خطط لصناعة السيارات مثل (الخطة VIVE وخطة إنعاش السياحة) والتشجيع علي استئجار المساكن وخاصة المدعومة من الحكومة<sup>1</sup>.

### 8. إجراءات اقتصادية أخرى لسنة 2009 - 2011

بين شهري مارس و نوفمبر 2009 كان هناك سلسلة أخرى من الأحداث الاقتصادية<sup>2</sup> :

- في ماي 2009 أعلنت الحكومة عن تطوير "بوادر تحسن" في الاقتصاد، و لم يحدث ما أعلن عنه.
- إنشاء صندوق إعادة البناء المصرفي المنظم في جوان 2009 .
- رفع الضريبة علي القيمة المضافة في سبتمبر عام 2009 .
- في ماي 2010 تم ترشيد الإنفاق العام الاجتماعي بنسبة 15,000 مليون يورو تقريباً . فقد تم تطبيق عدة إجراءات من بينها خصم 5% من رواتب الموظفين و من 0,75% إلي من مرتبات كبار الموظفين ما يعادل نسبة 10% من رواتبهم و 15% من أعضاء الحكومة .ومن بين تلك التدابير المعلنة تم إلغاء ضريبة (التشيكي -بيبي) و تجميد المعاشات ماعدا المعاشات الصغيرة و الغير قائمة علي الاشتراكات .
- السياسة الاقتصادية لحكومة ماريانو راخوي عام 2011 : في العشرين من نوفمبر لعام 2011 , تم انعقاد الانتخابات الحكومية والتي فاز فيها الحزب الشعبي بأغلبية ساحقة .وتولي رئيس الحزب ماريانو راخوي رئاسة الحكومة في 21 من ديسمبر 2011.وقد قام بإتخاذ عدة اجراءات أولية وهي:
- إصلاح سوق العمل (فبراير 2012) : في فبراير تمت الموافقة على تعديل قانون العمل الذي أُضيفَ للتغييرات التي تمت في عام 2010 من قِبَل الحكومة السابقة.وقد تمت الموافقة علي تلك الاصلاحات من قِبَل مجلس وزراء إسبانيا في اجتماعه في العاشر من فبراير عام 2012 من خلال قرار ملكي وقاموا بتعديل قانون العمل السابق الذي تم وضعه في سبتمبر 2010. وتم اقتراح تسهيل التوظيف والتعاقد خاصةً مع للشباب والعاقلين منذ فترة طويلة و تشجيع العقود الدائمة بدلاً من المؤقتة، ويكون تسريح العمال هو القرار الأخير الذي تتخذه الشركات مع الموظفين خلال الأزمة وبالإضافة إلي القضاء علي جمود سوق العمل ووضع الأسس للعمل الثابت المستقر.

1 : صلاح حسن ، مرجع سبق ذكره ، ص 125.

2 : صلاح حسن ، مرجع سبق ذكره ، ص 126.

- خفض النفقات بالقطاع العام والذي يشمل قطاع الصحة والتعليم مع تقليص عدد الشركات والوظائف الحكومية والتصريح بزيادة الرسم على القيمة المضافة سنة 2013.

### 9. أزمة المؤسسة المالية "بانكيا" وعواقبها (ماي 2012)

في السابع من ماي عام 2012 تم الإعلان عن دعم مالي لبانكيا\*<sup>1</sup> وبعد يومين -في التاسع من مايو- تم الشروع في تأميم بنك الائتمان وتوثيق مؤسسة بانكيا ومن خلال تلك الخطوة استطاعت الحكومة السيطرة على "بانكيا". في الأيام التالية انخفضت أسعار أسهم بانكيا بالبورصة ونقل الجميع لأسعار أسهم شركات أخرى مُدرجة في المؤشر الرئيسي للبورصة الإسبانية (IBEX). وطالب ماريانو راخوي الاتحاد الأوروبي بخروج مظاهرات شعبية لدعم سياساته وطلب بيان رسمي واضح بشأن سعر اليورو علي الرغم من أن بروكسل تجنبت من الرد علي مدريد. وفي السابع عشر من مايو قللت وكالة (موديز s'moody) تصنيفها لـ 16 بنكاً إسبانياً و ديون منطقة مورسيا وكتالونيا إلي. وفي هذا الأسبوع وصل معدل مخاطر الديون الإسبانية إلي أعلى مستوياته. وفي الخامس والعشرين من ماي تم تحديد المبلغ اللازم لإنقاذ مؤسسة (بانكيا) وتم تقديره بـ 23.500 مليون يورو. وفي الثلاثين من ماي تجاوز معدل المخاطر 530 نقطة ونصح الاتحاد الأوروبي إسبانيا بزيادة إجراءات خفض الميزانية للسيطرة علي تلك العجز المالي<sup>2</sup>.

### 10. الإنقاذ المالي لإسبانيا (جوان - جويلية 2012):

وفي السبت، التاسع من جوان عام 2012، وبعد عدة أسابيع وصل فيها معدل المخاطر الإسباني لأعلي المستويات تم الدعوة لاجتماع طارئ لمجموعة اليورو للنقاش حول كيفية ضخ رأس المال للنظام المصرفي الإسباني. وفي نفس اليوم أعلن صندوق النقد الدولي أن رأس المال الذي يحتاجه النظام المصرفي يُقدر بـ أربعين ألف مليون يورو. وفي نهاية هذا الاجتماع أعلنت مجموعة اليورو عن نيتها بالمساهمة بـ مائة ألف مليون يورو لصندوق إعادة هيكلة النظام المصرفي الذي ينتمي للحكومة الإسبانية لكي يدعم ويساند البنوك التي تواجه عجزاً مالياً. وفي مساء يوم 21 من جوان تم تحديد المبلغ الذي سيتم توزيعه ما بين البنوك الإسبانية التي تواجه المشاكل وهو 62.000 مليون يورو والذي سيأخذ منه أكثر من 41.000 مليون يورو. وأشار الاتحاد الأوروبي إلي أن البنوك التي تم دعمها ستظل خاضعة لسيطرة خبراء الاتحاد و يجب عليهم تنفيذ عدة شروط صارمة. وفي أوائل شهر يوليه وافقت العديد من دول الاتحاد الأوروبي -مثل ألمانيا- علي إعطاء المبلغ (المساعدة المالية) للنظام المصرفي الإسباني

\*1 - هي مؤسسة مالية نتجت عن اندماج صندوق ائتمان مدريد وكتالونيا و ريوخا وأبيلا وسجويبا

<sup>2</sup> - صلاح حسن ، مرجع سبق ذكره ، ص 75.



ولكن هناك دول أخرى عارضت وبشدة مثل فنلندا، ومن المعروف أن خطة الإنقاذ ستدعم النظام المصرفي فقط وأنه حتى لو بقي جزءا من المال لا يجوز استخدامه في أغراض أخرى<sup>1</sup>.

وفي الثالث عشر من جويلية من سنة 2012 أصدر مجلس الوزراء مجموعة إجراءات أخرى ومن أهمها ما يلي<sup>2</sup>:

- ارتفاع في معدل ضريبة القيمة المضافة من 18% إلى 21% بشكل عام ومن 8% إلى 10% ودخلت هذه النسب في حيز التنفيذ في الأول من سبتمبر.
- عدم صرف علاوة رأس السنة للموظفين الحكوميين والعمال وبالإضافة إلى الحد من الأجازات الخاصة.
- خفض من 50% إلى 60% من
- تقليل عدد نواب البلدية وتعيين الكفاءات من قِبَل مجالس النواب الحكومية.

رابعا : مخاطر على مصير الاتحاد الأوروبي:

فشل في معالجة أزمة اليونان أمل في إيقاف الأزمة في إيرلندا والبرتغال على الطريق سائرة وأسبانيا لا تبهج لذلك السؤال : كيف سينتهي هذا الأمر؟ وهل ستكون العملة الموحدة الضحية؟

في نوفمبر 2010 شلت معظم المرافق الحيوية في البرتغال بسبب إضراب عام ضد التقشف وصف هذا الإضراب بأنه الأكبر منذ 20 سنة. بعد تسجيل عجز قياسي بلغ 9.3% من إجمالي الناتج المحلي عام 2009 التزمت الحكومة البرتغالية بتخفيض العجز إلى 7.3% هذه السنة وإلى 4.6% العام المقبل وذلك عبر إجراءات تقشف غير مسبوقه تنص على زيادة الاقتطاعات في الموازنة وخفض في الرواتب وإلغاء لتقديرات اجتماعية وزيادات في الضرائب<sup>3</sup>.

هذا وقد كشفت أيضا الحكومة الايرلندية منذ أيام عن تفاصيل خطة تقشف تهدف إلى توفير 15 مليار يورو، حتى سنة 2014 من أجل تشجيع الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي على منحها مساعدات مالية. لهذا التزمت ايرلندا عبر خطة ترد العجز إلى نسبة 3% من الناتج المحلي الإجمالي كما يطالب الاتحاد الأوروبي. وتفاصيل ذلك سيكون في تخفيض مخصصات البطالة بنسبة 5% وإلغاء حوالي 25 ألف وظيفة رسمية واقتطاع 12% من الحد الأدنى للأجور ورفع ضريبة الدخل واستحداث ضرائب جديدة.

1 - صلاح حسن ، مرجع سبق ذكره ، ص 127.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 128.

3 - عبد الله رزق ، مرجع سبق ذكره ، ص 199.

وهكذا لم تكن اليونان سوى البداية وإن لحقت بها سريعا إيرلندا فإنه من شبه المؤكد أن تتوالى المشكلات لتلك الدول الواقعة على لائحة الانتظار وتلك تواجه مؤشرات اقتصادية كلية صعبة وقاسية، كما وصل مستوى البطالة في اسبانيا إلى % 20 لأول مرة منذ 13 سنة وفق الإحصائيات الرسمية، ويعتبر هذا المعدل الأعلى في منطقة اليورو حيث بلغت معدلات البطالة حوالي 10% حتى النصف الأول من سنة 2010. وكانت وكالة التصنيف الائتماني Standard & Poor's قد خفضت مستوى تصنيف الديون الإسبانية على خلفية المخاوف المرتبطة بالتوقعات الاقتصادية وخاصة الانكماش الاقتصادي وزيادة المديونية ما فوق المسموح به أوروبا ومبعث القلق الكبير أن الاقتصاد الإسباني أكبر بكثير من الاقتصاد اليوناني أو الأيرلندي. أما في بريطانيا فقد بلغ عجز الموازنة حوالي 12% من الناتج المحلي لسنة 2010. وألمانيا أضخم وأقوى الاقتصاديات الأوروبية بلغ فيها معدل البطالة حوالي 7.4% سنة 2009 وزاد التضخم إلى 1.5% في الأشهر الأولى سنة 2010 وكذلك أمر فرنسا حيث كان معدل البطالة حوالي 11%.

لطالما كان الاتحاد الأوروبي مضرب المثل في التعاون الإقليمي ولطالما كان معيار النجاح والمحرز المثالي على بناء تجمع إقليمي توحيده المصالح الاقتصادية على حساب الشعارات السياسية.

وتجربة أوروبا في الاتحاد النقدي كانت ملهمة للحديث عن العملة الموحدة الخليجية علما أن الاتحاد النقدي أو العملة الموحدة يعتبر أقصى درجات التكامل والاندماج الاقتصادي بين الدول والذي يمر بمراحل قبلية كمنطقة التجارة الحرة ، والاتحاد الجمركي والسوق المشتركة. ثم الاتحاد النقدي أكمل الأشكال وأكثرها تعبيراً عن الوحدة، حيث أن اليونان وإيرلندا ما كانتا لتحصلان على المساندة لو لم يكونا في اتحاد نقدي.

أشار روبرت مندل من خلال نظرية « Optimal Currency Theory » إلى أربعة شروط للاتحاد النقدي<sup>2</sup>:

- حرية تنقل اليد العاملة بين الدول الأعضاء في الاتحاد مما يعني أن الأفراد يستطيعون الانتقال من دولة على أخرى دون عوائق سواء تنظيمية كتشريعات الهجرة أو ثقافية كاللغة.
- درجة عالية من الانفتاح المالي بين الدول الأعضاء بحيث تتمتع رؤوس الأموال بحرية الحركة، مما يؤدي على تعادل أسعار السلع وتساوي معدل الأجور بينهما.
- نظام المشاركة في المخاطر حيث يتم من خلاله مساعدة الدول التي تتأثر سلبا بحركة الأيدي العاملة ورؤوس الأموال بين الدول الأعضاء عن طريق التحويلات المالية.

1 - عبد الله رزق ، مرجع سبق ذكره ، ص 201.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 202.

- تناغم دورة السوق في الدول الأعضاء بحيث لا تكون دول في حالة انتعاش وأخرى في حالة ركود.

إلا أنه بمطابقة هذه الشروط على حال الاتحاد الأوروبي لا نجد أي شرط من هذه الشروط متحقق أي الوحدة النقدية حسب مندل لم تحقق نجاحا يذكر.

### 1. إشكالية العدوى أو اكتمال البنية<sup>1</sup>:

لم تثبت الإدارة الاقتصادية من خلال مؤسساتها الموحدة قدرتها على حل الإشكال وإنما هناك صراع ، فالإيرلنديون يقولون إنهم ليسو يونانيون، والبرتغاليون ليسو إيرلنديين والاسبانيون والإيطاليون يستنكرون تشبيه وضعهم بأحد إضافة إلى الخلاف بين الفرنسيون والألمان وتزاحمهم على الأدوار القيادية لأوروبا، إذن هذا التناقض يعرقل مشاريع الإنقاذ ومحاولة الخروج من الأزمات المتلاحقة.

مهمتان متلازمتان في أوروبا وقف العدوى والثانية إجراء إصلاحات جذرية لتجاوز عناصر الضعف التي كانت في أساس التكون، وهذا بإعادة النظر في الشروط المالية والنقدية المفروضة على الدخول والانتساب للتعاطي المشترك مع الأزمة العالمية.

فالمهمة الأولى التي تتطلب الحل في الوقت الراهن وقف انتشار عدوى أزمة النظام المصرفي الإيرلندي لتأثيره على النظام المصرفي لأكبر دائنيه: بريطانيا وألمانيا.

والقناة الثانية لانتشار العدوى عبر أسواق المال على البرتغال حيث أن أكبر دائنيها إسبانيا التي تعيش وضعاً خطيراً وبنكشافات تبلغ حوالي 78 مليار دولار وبخاصة عجز البنوك الإيرلندية عن الوفاء بالتزاماتها ستتشر العدوى .

### 2. الاقتراب من الخيارات الصعبة<sup>2</sup>:

تجربة الأزمة الآسيوية ما زالت تؤشر وتدل على مخاطر العدوى وعدم تفريق المستثمرين بين البلدان التي لدى حكوماتها مشاكل حقيقية (تايلندا، أندونيسا) والحكومات التي واجهت فقط نقصاً في السيولة (كوريا الجنوبية).

هذا الأمر كان في زمن خال من الأزمات فكيف الحال مع أزمة 2008 والأعصاب كانت لا تزال مشدودة إلى تردداتها القاسية، إذن إما أن تنجح حزمات الإنقاذ اليونانية والإيرلندية على استعادة الثقة أو تنتشر العدوى إلى بلدان أخرى مفجرة

1 - عبد الله رزق ، مرجع سبق ذكره ، ص 205.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 205.

خطر وصول الفوائد على الدين السيادي للبرتغال وإسبانيا وإيطاليا إلى مستويات لا يمكن الدفاع عنها مع ما يرافق من غضب شعبي لإجبار البلدان العاجزة عن سداد ديونها على الخروج من منطقة اليورو وتأسيس العملات الخاصة بها أو تتجمع معا في يورو ظرفي جديد. وبمقادير خفض العملات الجديدة مقابل اليورو سيزداد عجزها عن سداد قروض الرهن المقومة باليورو الأمر الذي يزيد من الاختلالات الاقتصادية العالمية.

وفي أوائل شهر ديسمبر 2010 أخذت أزمة الديون الأوروبية تتجه نحو السيناريو السيئ حين جرت إيطاليا إلى مشارف الدوامة التي ابتلعت اليونان وإيرلندا. حيث اقتربت سنداها الحكومية لعشرة أعوام من 5% حيث أنه لأول مرة منذ تدشين اليورو في 1999، ترتفع علاوة سعر الفائدة التي يطالب بها المستثمرون للاحتفاظ بهذه السندات بدلا من الدين الألماني على أكثر من نقطتين مئويتين. ومع حلول استحقاق نحو 300 مليار يورو من الدين العام الإيطالي خلال العام المقبل، تشير تحركات السوق على أنها ستنتطوي على مخاطر تهدد مستقبل الاتحاد النقدي في أوروبا.

أما الاحتمال الثالث فإنه يقضي باستمرار حالة التشوش والاضطراب، فتظل منطقة اليورو قائمة، لكن الثقة بالاتحاد الأوروبي كاتحاد سياسي واقتصادي يعترتها الضعف فيسبب هذا انخفاضا لليورو مقابل الدولار وتتفاقم الاختلالات الاقتصادية مع بقاء التعافي الاقتصادي.

### خامسا: أزمة الديون الأمريكية 2011:

#### 1. الملامح العامة للاقتصاد الأمريكي:

لقد تمدد اقتصاد الو.م.أ وجشعها الاستعماري ومن ثم توسعت الهيمنة الأمريكية على جميع أنحاء العالم ومع فرضها للدولار الأمريكي كغطاء للعملات الأخرى واعتماده بجانب سندات الدين الأمريكي كمخزون احتياطي للدول الأخرى باتت أي مخلفات لأزم يمر الاقتصاد الأمريكي تشمل حتما جميع اقتصاديات دول العالم.

وإذا ما حاولنا إلقاء نظرة قريبة على التاريخ الأمريكي منذ حوالي أربعين سنة سوف نجد أن الو.م.أ قد عمدت إلى فك ارتباط الدولار الأمريكي بالذهب في عهد الرئيس نيكسون 1971 الأمر الذي مثل أكبر عملية سرقة في التاريخ وهكذا رأينا للعالم يعيش تحت الهيمنة بل العبودية الاقتصادية الأمريكية.

ومنذ تلك اللحظة تحول النقد إلى وسيلة استعمارية ويلاحظ أن الاقتصاد الأمريكي وبقية اقتصاديات أوروبا تركز إلى نظام رأسمالي سبب أزمات متعاقبة ومتراكمة<sup>1</sup>.

2. **تصنيف الديون:** تعتبر السندات تاريخياً وسيلة استثمارية قليلة المخاطر فمن يخطر بباله أن تعجز الحكومة الأمريكية تلك التي تمتلك أضخم وأعظم اقتصاد في العالم عن سداد ديونها وفوائدها لذلك أصبحت السندات الحكومية مقياس القوة الاقتصادية للدول.

ومن هنا نشأت فكرة تصنيف السندات (وهي في الحقيقة عبارة عن ديون) طبقاً للمخاطر وقوة الاقتصاد للدول المصدرة للسندات وذلك عبر وكالات تصنيف متخصصة مثل Moody , Standard & Poor's ، وتقوم هذه الوكالات بدراسة اقتصادية موسعة لتصنيف الديون الحكومية (الديون السيادية) ومن ثم يؤثر تصنيفها بشكل كبير في الأسواق العالمية وكذلك في قرارات المستثمرين ونفسياتهم بشكل كبير جداً.

ولقد اندلعت أزمة الديون الأمريكية حينما أعلنت وكالة Standard & Poor's تخفيض تصنيفها الائتماني للديون الأمريكية وهذا التصنيف وإن كان ما يزال يضع هذه الديون في مرتبة عالية جداً من الأمان والقوة ولكن الأهم من ذلك هو الأثر النفسي لهذا التخفيض لدى المستثمرين فيها والنظرة العامة لقوة الاقتصاد الأمريكي.

إن أزمة الديون الأمريكية ليست بالحديثة إذ أنها تفاقمت خلال العشر سنوات الماضية وبالضبط منذ سنة 2000 حينما كان سقف الدين الأمريكي في حدود 5950 مليار دولار، بينما أصبح سقف هذا الدين سنة 2011 في حدود 14.3 تريليون دولار أي أنه تضاعف هذا الدين أكثر من مرة خلال حوالي عشر سنوات وأهم أسباب تضاعف هذا الدين الحروب في أفغانستان والعراق، وارتفاع النفقات الأمريكية داخلياً وخارجياً.

إن أزمة الديون الأمريكية الحالية تتلخص في عدم قدرة الو.م.أ على دفع خدمات هذه الديون لسندات الخزينة الأمريكية المنتشرة في العالم الأمر الذي اضطرها إلى العمل على رفع سقف الديون الأمريكي ليصل إلى 16.7 تريليون دولار بجانب إجبارها على تخفيض النفقات وذلك في حل الأزمة ، ومن ثم أدى ذلك إلى تخفيض درجة الائتمانية للسندات الأمريكية الأمر

<sup>1</sup> : رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 138

الذي دفع إلى الدعوة الجادة لإيجاد عملة بديلة عن الدولار يعتمد عليها كمخزون احتياطي، هذه الدعوة كانت من الصين بما أنها أكبر دائن للو.م.أ حيث تمتلك سندات خزينة أمريكية بما قيمته ما يقرب من اثنين تريليون دولار<sup>1</sup>.

3. أزمة الدين الأمريكي والاقتصاديات العربية: تشير آخر الإحصائيات إلى أن الاستثمارات العربية في سندات الخزنة الأمريكية بلغت نحو 400 مليار دولار أمريكي ويرى المحللون أن هذه الأزمة تعتبر مؤثرة بشكل كبير على العالم العربي وذلك من ناحية تراجع قيمة الدولار على الصعيد الدولي.

وإذا ما علمنا أن معظم عملات الدول العربية خاصة الدول النفطية مرتبطة بالدولار فهذا يعني أن هذه الدول تعرضت لخسائر كبيرة جدا، والمتتبع لتطورات نمو الدولار خلال العشر سنوات الماضية يلاحظ تراجع هذه العملة بنسبة 50% بالمقارنة باليورو وبما أن معظم مداخل الدول العربية تأتي بالدولار فإن هذه الدول خسرت 50% من عائداتها خلال العشر سنوات. فالأوضاع الاقتصادية في العالم العربي سيئة على حد كبير ونأخذ دبي على سبيل المثال فما زالت متأثرة بالأزمة المالية العالمية 2008 إضافة إلى مشكلات اقتصادية ومالية صدرت من نبع الأزمة العالمية في الو.م.أ.

فالأموال العربية المستثمرة في السندات الأمريكية والبالغة 400 مليار دولار شهدت تأخرا في السداد على أقل تقدير وفي الواقع فإن الأكثر أهمية من ذلك أن الو.م.أ التي خفضت معدل الفائدة على الدولار إلى 1% الأمر الذي أدى إلى عدم قدرة السندات إنتاج ما يغطي التضخم، وبالتالي سوف تسفر هذه السندات عن خسارة هامة جدا للدول المالكة لهذه السندات ومن ثم لن يكون مردودها إلا في حدود 2 إلى 3% أما عندما ينخفض الدولار بنسبة كبيرة، فهذا يعني أن هناك خسارة كبيرة في قيمة السندات المقيمة بالدولار فعندما تتراجع إيرادات رؤوس الأموال العربية فلن يبقى فائض كافٍ للاستثمار لأن الدول العربية لا تهتم إلا قليلا بالاستثمارات الداخلية.

إن أزمة الديون الأمريكية أثارت فكرة العمل على خلق تكامل اقتصادي عربي مع العمل الجاد المكثف لتخفيف الانعكاسات السلبية للعملة وذلك من خلال التركيز على النشاط الاقتصادي في داخل الدول العربية وتجنب الاستثمارات الخارجية قدر الإمكان. وفي هذا الإطار نجد أن دول الخليج مرتبطة بالعالم الغربي بشكل يدعو إلى عدم الاطمئنان في المدى الطويل وهذا الارتباط أكثر بكثير من ارتباطها باقتصاديات العالم العربي ومن ثم يستدعي الأمر إعادة توجيه الاستثمارات الخليجية نحو بقية الدول العربية مثل مصر والسودان وبقية الدول العربية وذلك لتخفيف حدة الانعكاسات التي تبثها الأزمات التي تحبب على العرب من الخارج مثل الأزمة المالية 2008 وأزمة الديون الأمريكية 2011 والأزمة المالية في اليونان 2011.

<sup>1</sup> رمزي محمود، مرجع سبق ذكره، ص 141.

وتم إيجاد حل مؤقت لأزمة الديون الأمريكية حيث اقر مجلس النواب الأمريكي قبل الموعد النهائي في الثاني من أوت 2011 اتفاق رفع سقف الدين العام وهذا يؤدي على خفض العجز بواقع 2.5 تريليون دولار على مدار العشرة سنوات المقبلة الأمر الذي يوفر الفرصة لعدارة الرئيس أوباما في الاستمرار في الاقتراض حتى عام 2013 كما أن الموافقة على رفع سقف الديون سوف يمكن الو.م.أ من الوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين الأجانب والمحليين إضافة إلى سداد الديون الروتينية والمستحقة على الحكومة من أجل الإبقاء على أداء الحكومة الفيدرالية.

كما نجد أن نسبة الدين الحكومي للنتائج المحلي الإجمالي يعتبر أحد المؤشرات الهامة حيث يقدر الناتج المحلي الإجمالي في الو.م.أ يقدر برقم قريب جدا من الدين العام وبالتالي فإن النسبة قريبة من 100%، وهذا يعني أن الاقتصاد الأمريكي فعلا يشكو من مشاكل وحجم الديون ونسبتها إلى إجمالي الناتج المحلي مقلقة وهي دليل على الإشكاليات الجوهرية في النظام الاقتصادي العالمي الذي يشجع على سياسة الاقتراض وسياسة الإنفاق الزائد عن الدخل<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> : رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 142.

سادسا: الدراسات السابقة المتعلقة بالأزمات:

في حدود علم الباحث تم تناول موضوع الأزمات المالية في الأطروحات الآتية:

1. هدفت دراسة (أوكيل نسيم، 2008/2007) والمعونة ب "الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها - مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا-" إلى مدى إمكانية إيجاد مؤشرات ودلائل تنبئنا بقرب حدوث أزمة مالية في اقتصاد ما قصد الحد من آثارها خاصة في ظل العولمة إضافة إلى كيفية الاستفادة من الأزمة المالية الآسيوية لتوقي الأزمات المالية. و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في ستة فصول .

- فالفصل الأول تم التعرض لنشأة نظام النقد الدولي وتطوره، تناول نظام الذهب و النظام النقدي الدولي ما بعد الحرب العالمية الثانية. ثم إلى محاولات إصلاح ذلك النظام ومحتوى النظام الحالي.

- أما الفصل الثاني تم التفصيل فيه الجوانب النظرية للأزمة المالية، ماهية الأزمة المالية بشكل عام، ثم إلى أنواع الأزمات المالية بشيء من التفصيل والدقة وهي أزمة الصرف، الأزمة المصرفية، أزمة البورصة وأخيراً أزمة المديونية.

- أما الفصل الثالث فقد جاء تحت عنوان العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات المالية .

- الفصل الرابع تطرق إلى واقع اقتصاديات جنوب شرق آسيا كإقتصاديات ناشئة في ظل التحرير المالي وظاهرة اندماجها مع الإقتصاديات المتقدمة.

- وتطرق الفصل الخامس إلى عرض الأزمات المالية التي ضربت الإقتصاديات الناشئة.

- وأخيرا الفصل السادس تم التطرق فيه إلى آليات إدارة ومواجهة الأزمات المالية، من تشخيص للأزمة الآسيوية من خلال عرض الأسباب الحقيقية، ثم عرض كيفية إدارة الأزمات المالية.

2. هدفت دراسة (طالب صلاح الدين ، 2010/2009) والمعونة ب "تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية ( الأزمة الحالية و تداعياتها -حالة الجزائر-) " إلى معرفة أسباب و تداعيات الأزمة الاقتصادية الحالية على الإقتصاد العالمي عموما وعلى الإقتصاد الجزائري خصوصا، إضافة إلى معرفة الإجراءات أو الحلول المتبعة للخروج منها أو التخفيف من آثارها. و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في ثلاث فصول .

- تناول الفصل الأول الجوانب النظرية للأزمات الاقتصادية ، وذلك من خلال ثلاثة مباحث، المبحث الأول تطرق إلى المفاهيم المتعلقة بدراسة الأزمات الاقتصادية من خلال تعريف الأزمة و أنواعها، و قنوات انتشارها و المؤشرات الاقتصادية اللازمة لدراستها، و المبحث الثاني إلى التحليل النظري للأزمات الاقتصادية و عرض مختلف المدارس من الكلاسيكية و



الماركسية و الكينزية، أما المبحث الثالث فتم التطرق فيه إلى ظاهرة الدورات الاقتصادية وأهميتها في تفسير الأزمات الاقتصادية و التنبؤ بها.

- أما الفصل الثاني، فقد قمنا فيه بعرض مختلف الأزمات الاقتصادية العالمية التي سبقت الأزمة العالمية ، و يتكون من المبحث الأول الذي يشمل دراسة أزمة الكساد الكبير في الثلاثينات، و المبحث الثاني يتناول فترة الرخاء الاقتصادي التي عاشها العالم ما بعد الحرب العالمية إلى غاية الصدمتين النفطيتين خلال السبعينات، أما المبحث الثالث، فيحوي الأزمات الاقتصادية الأخرى ، أزمة تراجع أسعار النفط (contre choc pétrolier) و تأثيرها على الجزائر و هذا بغية معرفة ما سببه انخفاض الأسعار على الاقتصاد الجزائري سنة 1986، لأن الأزمة الحالية تميزت بنفس التأثير على الاقتصاد الجزائري، أي من جانب المحروقات، و تم التطرق فيه أيضاً إلى أزمة الأسواق المالية 1987-1989، ثم الأزمة المالية الآسيوية.

- و في الفصل الثالث و الذي جاء تحت عنوان: الأزمة الحالية، أسبابها، تداعياتها، حلولها (مع الإشارة إلى حالة الجزائر) ، تم التطرق في المبحث الأول منه إلى الأسباب غير المباشرة للأزمة الاقتصادية الحالية 2008، من العجز المزدوج للميزانية و الميزان التجاري الأمريكي و تنامي الرأسمالية المالية، و إلى الأسباب المباشرة و التي تمثلت في التوسع في منح قروض عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية. أما المبحث الثاني فقد خصص إلى تداعيات الأزمة الاقتصادية على العالم عموماً و الجزائر خصوصاً، و تأثيراتها على جهود التنمية في العالم الثالث و مستقبلها. و أخيراً المبحث الثالث، تناول الحلول و الإجراءات المتبعة لمواجهة الأزمة والخروج منها في العالم و الجزائر.

3. هدفت دراسة (هادف حيزية ، 2012/2013) والمعنونة ب"كيفية مواجهة الأزمات المالية في الدول النامية " إلى معرفة مدى تأثير الأزمات المالية على تقلبات أسعار الصرف وماهي الآثار لهذه الأخيرة على اقتصاديات الدول وبالتحديد النمو الاقتصادي بالإضافة إلى كيف تم مواجهة الأزمة المالية العالمية في الدول النامية. و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في خمسة فصول:

- الفصل الأول يتناول مفاهيم حول الأزمات المالية مستعرضين فيها أنواعها خلال العقود الثلاثة الماضية وما أسفرت عنه من نتائج زيادة على الأسباب الرئيسية التي كانت وراء ذلك ومختلف الجوانب المتعلقة بها.

- الفصل الثاني تناول نماذج للأزمات المالية في دول العالم وأهم نتائجها على اقتصاديات الدول النامية.

- الفصل الثالث تناول أثر تقلبات سعر الصرف وكيف أن هذه التقلبات قد تكون سببا في ظهور الأزمات المالية كما تم تناول مشكل الاختيار بين النظامين الثابت والمرن وكيف يمكن تفادي الأزمات المالية من خلال اختيار النظام المناسب وأخيراً تم دراسة نماذج لأربعة دول نامية في مجال اختيارها لنظام سعر الصرف المناسب لها وبطبيعة الحال كانت الجزائر نموذج من بين النماذج الأربعة محل الدراسة.

- الفصل الرابع تم التطرق من خلاله إلى موضوع الأزمة المالية العالمية حيث تم تحليل بصفة شاملة لهذه الأزمة وتم التعرف على مختلف جوانبها سواء كانت أسباب أو نتائج.
- أما عن الفصل الخامس فقد جاء في شكل تنمة للفصل الرابع حيث من خلاله تم دراسة آثار الأزمة المالية العالمية على مجموعة من الدول النامية وفي كيفية مواجهتها لها.
4. هدفت دراسة (صباغ رقيقة ، 2014/2013) والمعنونة بـ "الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية ، دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية" إلى معرفة أثر أزمة الرهن العقاري الأمريكية على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في أربعة فصول:
- الفصل الأول تناول الجانب النظري للأزمات المالية العالمية مروراً بمختلف الأزمات التي شهدتها النظام النقدي الدولي والتي أصابت الأسواق المالية العالمية مع التركيز في آخر الفصل على أزمة الرهن العقاري الأمريكية العالمية.
- الفصل الثاني تناول الجانب النظري والتطبيقي بدراسة تكامل دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية كنموذج.
- الفصل الثالث تناول آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي (دول متقدمة ونامية) من خلال التطرق إلى أثرها على الجانب النقدي والمالي والحقيقي وكذا على التنمية الاقتصادية العالمية.
- الفصل الرابع تناول الدراسة التطبيقية من خلال تحليل أثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول المجلس.
5. هدفت دراسة (بن منصور نجيم ، 2010/2009) والمعنونة بـ "الأزمات المالية العالمية والمهام الجديدة لصندوق النقد الدولي" ، دراسة تحليلية تقييمية "إلى معرفة مدى إمكانية صندوق النقد الدولي أن يتكيف مع واقع الأزمات ومعالجتها بالإضافة إلى مدى التغيير الذي يمكن أن يحدثه في الدور المنوط به. و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في أربعة فصول:
- الفصل الأول تناول فيه لمحة تاريخية عن تطور النظام النقدي الدولي وأهم الأشواط التي مر بها إلى غاية ترأسه من قبل صندوق النقد الدولي في عام 1944 على أنقاض مؤتمر بريتون وودز.
- الفصل الثاني تم تخصيصه بالكامل لتعريف الصندوق بمبائكه التنظيمية والإدارية وتعديلات اتفاقيته لمسايرة التغييرات الاقتصادية إلى جانب الوقوف على أنواع عدة من المساعدات والتسهيلات التي يقدمها تحت لواء برامجه التصحيحية مع إبراز مصادرها والسيبل إلى تعبئتها، علاقاته مع مختلف المنظمات الدولية المختلفة .
- الفصل الثالث تناول فيه مفهوم الأزمات المالية وعرض نماذج منها على سبيل الذكر لا الحصر مع إبراز أسبابها الخفية والجلية مع التركيز على دور صندوق النقد الدولي في إدارتها ومحاوله احتوائها من خلال مجموعة من الأدوات والسياسات المختلفة.

- الفصل الرابع يبرز الدور الجديد الذي عرفه صندوق النقد الدولي خلال الأزمة المالية العالمية والإصلاحات الجذرية التي فرضت عليه استجابة لتفاعل مجموعة من المتغيرات الاقتصادية إلى جانب تقييم دوره مع الوقوف على أهم الإخفاقات والنجاحات التي عرفها الصندوق في مشواره لإلقاء الضوء على مكامن القوة التي يستمد منها نشاطه ومكامن الضعف التي يعمل على مراجعتها وإصلاحها مما يساعده على تكملة مشواره أمام مجموعة من التحديات التي تهدد كيانه ، كما تناول في هذا الفصل للآفاق المستقبلية لدور الصندوق بعد الأزمة حتى يكون دائما على رأس النظام النقدي الدولي.

6. هدفت دراسة (شيماء عبود عبد القادر، 2015) والمعنونة بـ "دراسة إحصائية لتأثير الأزمة المالية العالمية على البورصة" إلى اختبار مدى تأثير مؤشر البورصة المصرية EGX 30 بالأزمة المالية العالمية للفترة 2007/1/1 إلى غاية 2009/5/15 حيث اقتصرت الدراسة على تطبيق منهجية بوكس جنكينز واستخدام نماذج السلسلة الزمنية ذات المتغير الواحد ARIMA ونموذج دالة التحويل ونموذج التداخل ، وأوضحت الدراسة أن السوق المصري غير كفى كما أوضحت الاختبارات الإحصائية أن الأزمة المالية العالمية ذات تأثير معنوي على مؤشر البورصة.

7. هدفت دراسة ( عادل محمد الشركسي ، أحمد ناجي القبائلي 2010) والمعنونة بـ " تفسير سلوك مؤشر سوق الأوراق المالية الليبي باستخدام نماذج GARCH" إلى التنبؤ بحركة تذبذب مؤشر سوق الأسهم الليبي عن طريق بناء نموذج GARCH للأرباح اليومية لمؤشر السوق خلال الفترة من شهر أبريل 2008 إلى شهر جويلية 2009 وتم استخدام GARCH لأنها يأخذ بعين الاعتبار الأرباح خلال فترات التداول والتقلبات وأظهرت نتائج الدراسة أن أفضل نموذج يفسر خواص سوق الأوراق المالية الليبي ويمكن استخدامه للتنبؤ هو GARCH(1,1).

8. هدفت دراسة ( محمد جاسم محمد، 2010) والمعنونة بـ " استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بمؤشر سوق الأوراق المالية السعودية" إلى بناء نموذج إحصائي للسوق المالية السعودية باستخدام نماذج GARCH التي تأخذ بعين الاعتبار التقلبات في الأسعار خلال فترات التداول وتم أيضا دراسة تأثير نوع الخطأ العشوائي للسلسلة الزمنية على دقة النموذج الإحصائي وتبين من خلال التطبيق على البيانات المدروسة أن أفضل نموذج للسوق السعودية هو نموذج GARCH(1,1) وعندما يتوزع الخطأ العشوائي للسلسلة توزيع t.

9. هدفت دراسة (العقون نادية ، 2013/2012) والمعنونة بـ " العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج- دراسة لأزمة الرهن العقاري في الو.م.أ " إلى معرفة مدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية وتوسيع نطاقها ومدى إمكانية رصد مجموعة من المؤشرات التي تسمح بالإندار المبكر بحدوث الأزمات المالية و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في ستة فصول:

- الفصل الأول تناول فيه بعض المفاهيم حول الأزمات المالية وتحديد الأسباب الكامنة وراء حدوثها وأهم أنواعها وبعدها التاريخي من خلال ربطها بنشأة وتطور نظام النقد الدولي كما تناول أهم النظريات المفسرة للأزمات الاقتصادية
- الفصل الثاني تم تخصيصه لدراسة و إبراز دور العولمة المالية وما توفره من قنوات لانتشار الأزمات .
- الفصل الثالث تناول دراسة تحليلية لأهم الأزمات المالية التي حدثت سواء في البلدان المتقدمة أو الناشئة.
- الفصل الرابع تناول أزمة الرهن العقاري في الو.م.أ من خلال التعرض لآلية التمويل العقاري إضافة إلى قنوات انتشار الأزمة وتحولها إلى أزمة مالية عالمية.

- الفصل الخامس تناول دراسة قياسية لأزمة الرهن العقاري من خلال تقديم نموذج كمي يلخص أسباب الأزمة المالية.
- الفصل السادس تناول الإجراءات الواجب اتباعها للوقاية من الأزمات المالية كما تم التطرق لنماذج الإنذار المبكر ومدى فعاليتها في الوقاية من الأزمات.

10. هدفت دراسة (محمد الهاشمي حجاج ، 2012/2011) والمعنونة ب" أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية- دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009 " إلى معرفة مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية وانفتاحها على الأسواق المالية العالمية. و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في أربعة فصول:

- الفصل الأول تناول الإطار النظري للأسواق المالية وكفاءتها وأهمية المعلومات في الأسواق المالية.
- الفصل الثاني تم تخصيصه للعولمة المالية وأثرها على الأسواق المالية بالإضافة إلى أهم أزمات الأسواق المالية .
- الفصل الثالث تناول الأزمة المالية العالمية الأسباب ،التداعيات والسياسات الاحتوائية.
- الفصل الرابع تناول تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية ويعتبر هذا الفصل دراسة تطبيقية وذلك بدراسة أثر الأزمة على أداء القطاعات الاقتصادية وتحليل العلاقة بين الاستثمار الأجنبي وأداء السوق باستخدام برنامج

SPSS16

11. هدفت دراسة (سامح نجيب ، 2008) والمعنونة ب" الأزمة الرأسمالية العالمية: الزلزال والتوابع" (كراسات اقتصادية ، مركز الدراسات الاشتراكية ، مصر) إلى معرفة كيف ستؤثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري على معيشة ومستقبل الغالبية العظمى من سكان مصر من العمال والفلاحين الفقراء إضافة إلى التحديات والفرص التي تطرحها هذه الأزمة وتوابعها خلال الفترة القادمة أمام اليسار.. و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في العناصر التالية:

- أسباب الأزمة
- كيف تطورت الأزمة العالمية

- تأثيرات الأزمة
  - الحلول المطروحة للأزمة
  - الحل الرقابي والحل الإسلامي
  - مصر والأزمة العالمية
  - الطرح الاشتراكي والمستقبل.
11. هدفت دراسة (بوالكور نور الدين ، 2013) والمعنونة بـ " أزمة الدين السيادي اليوناني: الأسباب والحلول " ( مجلة الباحث ، العدد 13)، إلى معرفة أسباب الدين السيادي اليوناني وماهي آثارها على الاقتصاد اليوناني وبرز الحلول المقترحة . و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في العناصر التالية:
- واقع الاقتصاد اليوناني
  - أزمة الدين السيادي اليوناني
  - أسباب الأزمة المالية اليونانية
  - حلول الأزمة المالية اليونانية
12. هدفت دراسة (نويل ساكسا ، 2008) والمعنونة بـ " منع الأزمات في المستقبل – أولويات للإصلاح التنظيمي بعد الانهيار " ( مجلة التمويل والتنمية ، صندوق النقد الدولي، مجلد رقم 45 ، العدد 04)، إلى اقتراح الإجراءات في أربع نواحي على الأقل لتخفيف مخاطر الأزمة وعلاجها عندما تحدث و قام الباحث بتناول هذه الدراسة في العناصر التالية:
- إيجاد وسيلة أفضل لتقدير المخاطر النظامية ومنع تراكمها في الأوقات الطيبة.
  - تحسين الشفافية والإفصاح عن المخاطر التي يقوم بها مختلف المشاركين في الأسواق.
  - توسيع نطاق التنظيم عبر المؤسسات وعبر الحدود مع الحفاظ على التنوع البناء
  - استخدام آليات لاتخاذ إجراءات أكثر فعالية وتنسيقا.
13. هدفت دراسة (لورا كودريس – أديتيا نارين ، 2009) والمعنونة بـ " ما الذي يتعين علينا عمله؟" ( مجلة التمويل والتنمية ، صندوق النقد الدولي، مجلد رقم 46 ، العدد 01)، إلى إعادة النظر من طرف صندوق النقد الدولي في تفحص مجالات عديدة لمنع الأزمات التي تهدد النظام خصوصا بعدما حدثت الأزمة المالية العالمية و تم تناول هذه الدراسة في العناصر التالية:
- محيط التنظيم.

- مساهمة الاتجاهات الدورية

- فجوات المعلومات

- العمل على تجانس السياسات التنظيمية والأطر القانونية

- توفير السيولة للأسواق

14. هدفت دراسة (أحمد إبراهيم العلي ، 2009) والمعنونة "الأزمة المالية الدولية الحالية على مسار دورات

الائتمان وأسعار الأصول" ( المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 22) إلى تسليط الضوء على النمط المتكرر للأزمات خاصة تكوين فقاعة أسعار الأصول وانفجارها والتي انتهت إلى فشل الديون ونقص السيولة والعسر الائتماني. وقد تناول الباحث الدراسة في العناصر التالية:

- الأزمة المالية: الفهم العام لمسار الوقائع.

- الأزمات السابقة ومشتركتها مع الأزمة الراهنة.

- فاعلية السياسات في تحاشي الأزمة والإنقاذ

- تباين وجهات النظر حول سياسات التأثير في أسعار الموجودات.

- الخصائص الجديدة للنظام المالي وانتقال الأزمة إلى القطاع الحقيقي.

- الاختلالات على المستوى العالمي ودور الفوائض.

15. L'objet de l'étude ( **Hemche Omar, 2013/2014**) intitulé : « **Crises financières :Effet de contagion sur les pays développés et les pays émergents** » est de savoir quelles sont les canaux de transmissions de la crise des subprimes aux pays développés et émergents. A cet égard, le chercheur est réparti cette étude en quatre chapitres :

- Dans un premier chapitre avait pour objet de présenter les théories et les modèles des crises financières, leurs historiques, et la manifestation de la crise des subprimes.

- Dans le deuxième chapitre ils présentaient l'efficience des marchés financiers, volatilités et les bulles spéculatives.

- Ensuite dans le troisième chapitre, avait pour objet d'étudier d'une part les différents types de contagion avec leurs différents canaux de transmissions, et d' autre part ils présentaient une revue de littérature des divers travaux qui ont traité ce phénomène. Et en dernier lieu ils exposaient les modèles économétriques utilisés pour analyser les mécanismes de transmission des chocs.

- Enfin ils avaient consacré le dernier chapitre pour l'étude empirique, en premier lieu ils allaient tester empiriquement le phénomène de la contagion lors de la crise des subprimes sur 11 marchés boursiers relatifs aux pays développés et émergents, via la technique de DCC-GARCH et le test des corrélations ajustées. L'étude s'étend sur une période de sept années allant du 05/01/2005 au 28/12/2011 sur les marchés boursiers, en second lieu ils

allaient le testé via le modèle VAR.L'étude s'étend sur une période de sept années allant du 05/01/2005 au 28/12/2011 sur les marchés boursiers.

16. L'objet de l'étude ( **Tchiko Faouzi, 2009/2010**) intitulé : « **Analyse des crises des pays émergents : proposition d'un modèle explicatif**» est de savoir est ce que on peut démontre sous forme de modèles explicatifs et de scénarios possibles ,que les crises des pays émergents sont la conséquence d'une mauvaise gestion macroéconomique provoquée par une politique économique inapproprié aux capacités réelles des économies de ces pays. A cet égard, le chercheur est réparti cette étude en quatre chapitres :

- Premier chapitre avaient pour objet d'introduire le sujet des crises financières , il était question de définir cette notion, de démontrer les différents forme que prennent ces crises, d'exposer succinctement l'historique de ces crises depuis la crise de la Tulipomanie, de montrer que ces crises sont de plus fréquentes à partir des années 90 et finalement de présenter le déroulement des faits qui marquent les crises des pays émergents.

- Deuxième chapitre avaient pour objet d'exposer les théories des crises existantes dans la pensée économique, les modèles théoriques explicatifs des crises et les théories des imperfections des marchés financiers.

- Troisième chapitre avaient pour objet de faire l'observation et l'analyse des événements qui ont causé et qui ont traduit ces crises.

- Quatrième chapitre avaient pour objet de développer une représentation qui montre comment les crises des pays émergents se produisent et pourquoi elles se déclenchent.

17. L'objet de l'étude ( **Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Sandrine Lévasseur, 2009**) intitulé : « **De la crise financière à la crise économique – Une analyse comparative France – Etats Unis**» In( **Revue de l'OFCE N° 110**) est de savoir les proposition de préciser les mécanismes théoriques par lesquels les chocs financiers se transmettent la sphère réelle, la pertinence de ces canaux de transmission est ensuite illustrée empiriquement pour les cycles d'activité en France et aux Etats Unis. Les prix d'actifs représentent un vecteur essentiel de la transmission des chocs financiers, de par leurs effets sur la richesse des agents, sur le coûts du capital et sur la valeur des garanties pouvant être mobilisées en contreparties du prêts. L'étude est présentée par une modélisation VAR ou les crises financières sont mesurées par les chocs affectant les cours boursiers, les prix immobiliers, le spread interbancaire et la volatilité boursière. . A cet égard, le chercheur est présenté cette étude autour des points suivantes :

- Mise en perspective théorique de la transmission des chocs financiers.

- Une modélisation empirique des chocs financiers : Aspects méthodologique.

- Chocs financiers en France et aux Etats Unis : Une comparaison.

L'impact récessif sur le cycle industriel des chocs financiers est confirmé en France comme au Etats Unis par des fonctions de repense généralisée. Quant aux chocs boursiers leur effet est plus élevé et persistant aux Etats Unis qu'en France.

18. L'étude ( **Andrés Icard, 2009**) intitulé : « **Une autre crise ou une crise « autre » ?**» In(L'année des professions financière, Association d'économie financière, Paris) est présenté autour juste avec les deux points suivantes

- Quelques comparaison : une variété d'événement.
- Les causes de la crise.

Cette étude renvoie à une phrase particulièrement bien pensés de J.K.Galbraith : « toutes les crises impliquent une dette devenue , d'une façon ou une autre , dangereusement disproportionnée aux moyens de paiement sous-jacents ».

19. L'objet de l'étude (**Tobias Adrian, Hyun Song Shin, 2008**) intitulé : « **Liquidité et contagion financière** » In(**Banque de France, Revue de la stabilité financière, Numéro spéciale liquidité, N° 11** ) est de savoir que le déclenchement de la crise du crédit de 2007 constitue une énigme manifeste, le secteur des prêts hypothécaires à risque occupe en effet une place relativement peu importe au regard de la taille du système financier et les expositions étaient largement disséminées en raison de la titrisation. Or les effets de cette crise sur le marché du crédit se sont révélés significatifs.

20. L'objet de l'étude (**André Icard, 1999**) intitulé : « **Rééquilibrer le système financier international**» In (**Sociétal, N° 25** ) est de savoir que : Mexique, Asie, Russie, Brésil : autant de crises autant de cas particuliers, mais il y a tout de même un fond commun comme l'insuffisance des règles du jeu en matière monétaire soit dans leur formulation soit dans leur mise en œuvre. sur le manque de transparence, la myopie des banquiers, la dérive des fonds spéculatifs, les moyens de prévenir et de gérer, un immense chantier a été ouvert.

21. L'objet de l'étude (**Jean Charles Bricongne – Jean Marc Fournier-Vincet Lapègue et Olivier Monso, 2010**) intitulé : « **De la crise financière à la crise économique ,l'impact des perturbations financières de 2007 et 2008 sur la croissance de sept pays industrialisés**» In (**Economie et Statistiques, N° 438** ) est de savoir que : la crise financière amorcée en 2007 aux Etats Unis sur le marché des prêts hypothécaires subprimes s'est progressivement étendue à l'ensemble des marchés financiers et a durement affecté la croissance dans les principaux pays avancés au cours des années 2008 et 2009.Compte tenu de son ampleur et de l'incertitude qu'elle engendre. Ils discutent de la capacité de modèles macro économétriques estimés sur le passé à quantifier ses différents canaux de transmission. Ils tentent de chiffrer l'impact global de la crise sur l'économie de sept pays avancés et sur la zone euro dans son ensemble à l'aide du modèle macroéconomique multinational NIGEM.

22. The prime aim of the study(**Rafaqet Ali,Muhammad Afzal , 2012**) entitled:"**Impact of global financial on stock markets:Evidence from Pakistan and India**"In(**Journal of Business Management and Economics, Vol 3(7)**) is to envisage the impact of recent global fincial crisis on stock markets of Pakistan and India.For the porpose , daily data from 1<sup>st</sup> January 2003 to 31<sup>st</sup> august 2010of KSE-100 and BSE-100 indices, representing stock markets' indices of Pakistan and India respectively are used.To find volatility ,EGARCH model is applied.This study empirically reveals that negative shocks have more pronounced



impact on the volatility than positive shocks. These stock markets also faced persistent volatility clustering. Recent global financial crisis made mild negative impact on stock returns and enhanced volatility in Pakistan and Indian stock exchanges but this impact is stronger on Indian stock market.

من خلال ما تناولناه في هذا الفصل تبين أن الو.م.أ شهدت في الفترة الأخيرة أزمة مالية عنيفة ولم تقتصر على العقارات بل أصبحت شاملة تؤثر مباشرة على الاستهلاك الفردي الذي يشكل ثلاثة أرباع الاقتصاد الأمريكي وهو بالتالي الأساس الذي تركز عليه حسابات معدل النمو، إضافة أن هذه الأزمة لم تأتي من فراغ بل تتفاعل مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الو.م.أ من مشاكل خطيرة في مقدمتها عجز الميزانية واختلال الميزان التجاري وتفاقم المديونية الخاصة والعامية إضافة إلى الارتفاع المستمر لمؤشرات البطالة والتضخم والفقر. ليس هذا فقط فقد انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية في مختلف دول العالم حيث أثارت ردود أفعال عديدة وتفسيرات متباينة وتم الاتفاق على مدى خطورتها واتساعها لتشمل مختلف الأسواق والدول والأعوان الاقتصاديين.

بالرغم من أن الدول التي مستها الأزمة اتخذت تدابير استثنائية ترمي إلى وضع خطط الإنقاذ المالي والإنعاش الاقتصادي للحد من تداعياتها إلا أن الاقتصاد العالمي ظل مضطربا في ظل سيادة أجواء عدم اليقين وعدم اكتمال سيرورة الإصلاح والإنعاش، إلا أن هذه الوضعية أدت إلى ظهور تحديات جديدة اعتبرت بمثابة ارتدادات للأزمة حيث أصبح من الصعب الحديث عن التعافي والانتعاش وهذا ما ظهر جليا من خلال أزمة اليونان وأزمة الديون السيادية الأوروبية والأمريكية حيث تم تسجيل مستويات عالية من المديونية وضعف النظام المالي والبنكي مع انخفاض القدرة على السداد للديون وانخفاض ثقة المستثمرين مع ردود أفعال متأخرة وغير كافية.

كما تناولنا لبعض الدراسات السابقة الأخرى لكن حول الأزمات بعدما تناولنا من قبل دراسات حول البورصة والنمو الاقتصادي والتي مفادها من جهة تبيان أن البورصة على الرغم من أهميتها في تمويل النشاطات الاقتصادية إلا أنها بمجرد تعرضها لانهيارات تحدث الأزمة وتقضي على اقتصاد البلد برمته، ومن جهة أخرى تبيان النماذج المستخدمة في تفسير سلوك مؤشرات البورصة وكيفية التنبؤ بالأزمات. ولاكتمال الدورة والعودة للازدهار من جديد، سنخصص الفصل الموالي لاستخدام نموذج للتنبؤ بمؤشر كاك 40 لبورصة باريس، وأيضا لبحث حلول مواجهة الأزمة المالية العالمية التي تم إتباعها للاتجاه نحو الانتعاش، مع صياغة برامج توقع الأزمات وإعادة إصلاح بعض العناصر وصياغة شروط جديدة، وكل هذا بغرض الوقاية من الأزمات.



# الفصل الرابع

## توقع الأزمات، الحلول والانتعاش

## مقدمة الفصل الرابع

إن الـو.م.أ شهدت في الفترة الأخيرة أزمة مالية عنيفة ولم تعد هذه جزئية تقتصر على العقارات بل أصبحت شاملة حيث تفاعلت مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الـو.م.أ من مشاكل خطيرة في مقدمتها عجز الميزانية واختلال الميزان التجاري وتفاقم المديونية الخاصة والعامة إضافة إلى الارتفاع المستمر لمؤشرات البطالة والتضخم والفقير. ليس هذا فقط فقد انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية في مختلف دول العالم حيث أثارت ردود أفعال عديدة وتفسيرات متباينة وتم الاتفاق على مدى خطورتها واتساعها لتشمل مختلف الأسواق والدول والأعوان الاقتصاديين، وأيضا تعمقت وحدثت موجات ارتدادية بالرغم من تواجد من مؤشرات لتوقع الأزمات لغرض الوقاية منها.

فالدراسات السابقة التي تم تناولها والمتعلقة من جهة بالبورصة والنمو الاقتصادي ومن جهة أخرى دراسات متعلقة بالأزمات والتي مفادها أنه بعدما تطرقنا للفصول الثلاثة حول الجوانب النظرية لكل من البورصة والنمو الاقتصادي والأزمات وحتى الأزمة الأخيرة وأضرارها وارتداداتها ، ظهر جليا أن البورصة بين النمو الاقتصادي والأزمات ولاكتمال الدورة الاقتصادية نخصص هذا الفصل لاستخدام نموذج للتنبؤ بمؤشر كاك 40 لبورصة باريس، وأيضا لبحث حلول مواجهة الأزمة المالية العالمية التي تم إتباعها للاتجاه نحو الانتعاش وذلك كمايلي:

- المبحث الأول: نتناول فيه دراسة تطبيقية للتنبؤ بمؤشر كاك 40 لبورصة باريس وأثر الأزمة العالمية عليه باستخدام نموذج GARCH.
- المبحث الثاني: نتناول فيه كيفية مواجهة الأزمة العالمية دوليا من جهود أوروبية، آسيوية، عربية وجهود الـو.م.أ إضافة إلى مختلف القمم التي تم عقدها لبحث حلول مواجهة الأزمة.
- المبحث الثالث: نتناول فيه الكيفية التي تم الاتجاه بها نحو الانتعاش وذلك بالتطرق إلى مؤشرات وملامح الانتعاش لكن قبل ذلك نتطرق إلى كيفية مواجهة صندوق النقد الدولي للأزمة العالمية وعوامل ضعفه وماهي الإجراءات التصحيحية لتوقع الأزمات والوقاية منها، وفي الأخير نتناول إصلاحات وشروط تفادي الأزمات.

**المبحث الأول: دراسة تطبيقية للتنبؤ بمؤشر كاك 40 باستخدام نموذج GARCH:**

هناك العديد من الدراسات حول الأزمات والتي تناولنا البعض منها في حدود مقدرتنا في الفصل السابق ، حيث كانت تدور حول فكرة الأزمات المتتالية حتى لغاية أزمة 2008 وارتداداتها، كما تناولت بعض الدراسات نظام الإنذار المبكر و نماذج للتنبؤ بالأزمات وتوقعها منها نموذج أثر العدوى ، نموذج هيريرا / جارسيا (ARCH , GARCH) وما سنتناوله في هذا الفصل هو الآخر كيفية توقع الأزمة ومعالجتها وذلك باستخدام نموذج GARCH بما أنه يأخذ بعين الاعتبار التقلبات التي تحدث في المؤشر عبر الزمن وذلك بتناول مؤشر كاك 40 لبورصة باريس ومن أجل عملية بناء النموذج الملائم لمؤشر بورصة باريس سيتم جمع البيانات وتحليلها حيث سيتم التوصل إلى أفضل نموذج هو GARCH(2,2). وعنصر هذا الفصل تكون كالتالي:

أولاً: أهمية الدراسة التطبيقية

ثانياً: أهداف السلسلة الزمنية ومكوناتها

ثالثاً: نماذج السلاسل الزمنية

رابعاً: استخدام نموذج GARCH للتنبؤ بمؤشر كاك 40 لبورصة باريس

أولاً: أهمية الدراسة التطبيقية:

أ. الأهمية العلمية : تتمثل في بناء وتحليل وتفسير نماذج التحليل الحديث للسلاسل الزمنية والمقارنة بينهم وإيضاح كيفية اختيار أفضل نموذج للتنبؤ بمؤشر بورصة باريس 40.Cac.

ب. الأهمية التطبيقية: استخدام أفضل نموذج للتنبؤ بمؤشر بورصة باريس مما يساعد في دراسة الحالة الاقتصادية المستقبلية للدولة وتحديد الخطط المستقبلية السليمة.

ثانياً: أهداف السلسلة الزمنية ومكوناتها: هي مجموعة من المشاهدات المتتالية التي يتم جمعها خلال فترة زمنية متساوية الطول ويرمز لها بالرمز  $Y_t$  حيث  $t=1; 2; 3; \dots; n$  والذي يدل على الفترة الزمنية التي يتم فيها رصد المشاهدة. حيث يهدف تحليل السلاسل الزمنية إلى مايلي<sup>1</sup>:

- الوصف : توصيف السلسلة يعني إبراز أهم السمات الأساسية للسلسلة الزمنية وتفسير المكونات الأساسية للسلسلة وتحديد سلوك من خلال بعض المقاييس مثل دالة الارتباط الذاتي ولا بد من وصف السلسلة وصفا جيدا لأنها تساعد في تحديد النموذج الملائم للسلسلة.

<sup>1</sup>- شيماء عبود عبد القادر، دراسة إحصائية لتأثير الأزمة المالية العالمية على البورصة ، المكتب العربي للمعارف ، القاهرة ، الطبعة الأولى 2015 ، ص 15.

- التفسير: هدف التفسير يعني استخدام بيانات سلسلة زمنية ما في تفسير التغير الحادث في سلسلة زمنية أخرى فمثلا يمكن تفسير التغير الحادث في سلسلة مستوى البحر باستخدام سلسلة درجة الحرارة.
  - التحكم والمراقبة: حيث يقصد بها القدرة على التحكم في السلسلة عند حدوث أي تغيير في معالم النموذج.
  - التنبؤ: هو الهدف الأساسي على الإطلاق في تحليل السلاسل الزمنية ويتم التنبؤ بسلوك السلسلة في المستقبل اعتمادا على سلوك هذه السلسلة في الماضي.
- أما عن مكونات السلسلة الزمنية فهي تتكون من أربعة عناصر أساسية كما يلي<sup>1</sup>:
- الاتجاه العام T: هو النمط الذي تأخذه السلسلة في المدى الطويل
  - التغيرات الموسمية S: هي النمط المتكرر الذي تأخذه السلسلة الزمنية خلال فترة زمنية مدتها سنة.
  - التغيرات الدورية C: هي نمط يتكرر بالسلسلة من حين لآخر لفرات أكبر من السنة ويظهر هذا النوع من التغيرات في معظم السلاسل الزمنية الخاصة بمجال الأعمال حيث يزداد النشاط والرخاء لعدة سنوات ثم يعقبها فترة تتميز بالركود.
  - التغيرات العشوائية R: هو المتبقي بعد إزالة أثر الاتجاه العام والموسمية والتغيرات الدورية من بيانات السلسلة
- $$R_t = Y_t - \bar{T}_t - \bar{S}_t - \bar{C}_t$$
- وهذه التغيرات ليس لها شكل أو اتجاه أو منحنى معين كما أنها لا يخضع تفسيرها لأي نوع من أنواع التغيرات وتنتج هذه التغيرات عادة من أحداث فجائية مثل ما يطرأ على النشاط الاقتصادي في بلد ما بسبب الزلازل أو الحروب غير المتوقعة.

### ثالثا : نماذج السلاسل الزمنية:

1. النماذج الخطية: يستخدم البحث بعض النماذج الإحصائية في التحليل الحديث للسلاسل الزمنية وهي<sup>2</sup>:
    - أ. نماذج ذات المتغير الواحد: وهي التي تعتمد على سلوك السلسلة في الماضي للتنبؤ بها مستقبلا، حيث تضم:
      - 1- نموذج الأخطاء: يعتبر من أبسط نماذج السلاسل الزمنية فهو نموذج ليس له نمط حيث لا يوجد ارتباط بين قيم السلسلة المتتالية ويطلق عليه أيضا نموذج الاضطرابات الهادئة White noise model ويتميز بمايلي:
        - لا توجد علاقة بين القيم المختلفة بالسلسلة.
        - لا يمكن الاعتماد على مجموعة من قيم السلسلة للتنبؤ بالقيم المستقبلية للسلسلة.
        - يأخذ نموذج الأخطاء الشكل التالي:  $Y_t = \mu + a_t$
- $Y_t$ : قيمة المشاهدة الفعلية للسلسلة الزمنية المستقرة في الزمن t
- $a_t$ : متغيرات عشوائية بحتة ويطلق عليها الاضطرابات الهادئة وهي متغيرات مستقلة عن بعضها البعض تتبع التوزيع الطبيعي

1 - شيماء عبود عبد القادر، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 16-18.

2 - Régis Bourbonnais, Econométrie, Dunod, paris ,2004 , pp : 240-243.

$$a_t \sim iid N(0, \sigma^2)$$

2- نموذج الانحدار الذاتي  $AR(p)$ : هو عبارة عن انحدار خطي للقيم الحالية للسلسلة مقابل قيمة أو أكثر في

الفترة السابقة حيث تعتمد قيمة السلسلة الزمنية عند نقطة زمنية محددة  $t$  على قيمها في الفترات السابقة

( $Y_{t-1}, Y_{t-2}, \dots, Y_{t-p}$ ) وتكون الصورة العامة لنموذج الانحدار الذاتي من الرتبة  $p$  هي:

$$Y_t = \mu + \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + a_t \dots \dots \dots (1)$$

ويكتب هذا النموذج باستخدام مشغل الإزاحة للخلف (B) Back shift Operator حيث  $B^p Y_t = Y_{t-p}$  وبالتالي

$$\phi_p(B) Y_t = \mu + a_t \dots \dots \dots (2)$$

$Y_{t-i}$ : القيم المبطأة للسلسلة في الزمن  $t-i$

$\mu$ : مقدار ثابت يساوي  $\mu_y(1 - \phi_1 - \phi_2 - \dots - \phi_p)$

$\phi_i$ : معلمة الانحدار والتي تصف اثر تغير  $Y_{t-i}$  بمقدار وحدة واحدة على  $Y_t$

$\phi_p(B) = 1 - \phi_1 B - \phi_2 B^2 - \dots - \phi_p B^p$  دالة كثيرة الحدود من الدرجة  $p$  في  $B$

$P$ : رتبة نموذج الانحدار الذاتي وهو يمثل عدد القيم المبطأة الداخلة بالنموذج أو عدد معالم نموذج الانحدار الذاتي.

ويتميز نموذج الانحدار الذاتي بمايلي:

- نماذج منعكسة دائما

- نماذج مستقرة إذا توفر فيها شرط الاستقرار ويتمثل هذا الشرط في أن تكون القيم المطلقة لجذور المعادلة  $\phi_p(B) = 0$  أكبر

من الواحد الصحيح.

3- نموذج المتوسطات المتحركة  $MA(q)$ : هو عبارة عن انحدار خطي للقيم الحالية للسلسلة مقابل قيمة أو أكثر

للأخطاء العشوائية في الفترات السابقة حيث تعتمد فيه قيمة السلسلة الزمنية  $Y_t$  عند نقطة زمنية محددة  $t$  على الأخطاء

الحالية  $a_t$  والأخطاء في الفترات السابقة ( $a_{t-1}, a_{t-2}, \dots, a_{t-q}$ ) وتكون الصورة العامة لنموذج المتوسطات من الرتبة  $q$

هي:

$$Y_t = \mu + a_t - \theta_1 a_{t-1} - \theta_2 a_{t-2} - \dots - \theta_q a_{t-q} \dots \dots \dots (3)$$

ويكتب هذا النموذج باستخدام مشغل الإزاحة للخلف (B) Back shift Operator حيث  $B^q a_t = a_{t-q}$  وبالتالي

$$Y_t = \mu + \theta_q(B) a_t \dots \dots \dots (4)$$

$a_{t-i}$ : المتغيرات العشوائية البحتة (الأخطاء) في الفترات السابقة

$\mu$ : القيمة المتوقعة للسلسلة  $Y_t$



$\theta_1, \dots, \theta_q$ : معلمة نموذج المتوسطات المتحركة وهي تصف أثر التغير في المتغير العشوائي في الفترات السابقة بوحدة واحدة على  $Y_t$

$$\theta_q(B) = 1 - \theta_1 B - \theta_2 B^2 - \dots - \theta_q B^q$$

q : رتبة نموذج المتوسطات المتحركة وهو يمثل عدد المتغيرات العشوائية في الفترات السابقة الداخلة بالنموذج أو عدد معالم نموذج المتوسطات المتحركة.

ويتميز نموذج المتوسطات المتحركة بمايلي:

- تتميز نماذج المتوسطات المتحركة عن نماذج الانحدار الذاتي بأنه يمكن لنموذج المتوسطات المتحركة أن يصف السلسلة الزمنية محل الدراسة بعدد أقل من المعلمات ولإثبات ذلك نستخدم نموذج المتوسطات المتحركة من الرتبة الأولى

$$a_t = \frac{Y_t}{1 + \theta B} Y_T = a_t + \theta a_{t-1}$$

- تعتبر جميع نماذج المتوسطات المتحركة من النماذج المستقرة دائما حيث تتوافر فيها شروط الاستقرار الضعيف.

- تعتبر نماذج المتوسطات المتحركة من النماذج المنعكسة تحت شروط معينة ويكون شرط الانعكاس كالتالي:

$$\theta_1 + \theta_2 + \dots + \theta_p < 1$$

إن شرط الانعكاس يتمثل في أن يكون القيم المطلقة لجذور المعادلة أكبر من الواحد صحيح.

4- نموذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة : هذا النموذج يجمع بين نموذج الانحدار الذاتي ونموذج المتوسطات

المتحركة في جميع خصائصهما ففيه قيمة السلسلة الزمنية  $Y_t$  في النقطة الزمنية t تعتمد كلا من قيمها في الفترات السابقة وكذلك على الأخطاء في الفترات السابقة وتكون الصورة العامة لنموذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة

ARMA(p,q)

$$Y_t = \mu + \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + a_t - \theta_1 a_{t-1} - \theta_2 a_{t-2} - \dots - \theta_q a_{t-q} \dots \dots \dots (5)$$

ويكتب هذا النموذج باستخدام مشغل الإزاحة للخلف (B) Back shift Operator

$$\phi_p(B) Y_t = \mu + \theta_q(B) a_t \dots \dots \dots (6)$$

حيث:

$$\phi_p(B) = 1 - \phi_1 B - \phi_2 B^2 - \dots - \phi_p B^p \dots \dots \dots (7)$$

$$\theta_q(B) = 1 - \theta_1 B - \theta_2 B^2 - \dots - \theta_q B^q \dots \dots \dots (8)$$

ويتميز نموذج الانحدار الذاتي و المتوسطات المتحركة بمايلي:

- معظم السلاسل الزمنية عبارة عن نماذج تجميعية لسلاسل فرعية ويمكن تمثيل السلاسل الفرعية بأحد نماذج الانحدار الذاتي أو المتوسطات المتحركة أو الاثنين معا فإن السلسلة الزمنية التجميعية تتبع نموذج ARMA فإذا كانت السلسلة  $X_t$  تتبع نموذج  $ARMA(p_1, q_1)$  وكانت السلسلة  $Z_t$  تتبع نموذج  $ARMA(p_2, q_2)$  فإن السلسلة التجميعية  $W_t = X_t + Z_t$  حيث

$$P = P_1 + P_2$$

$$Q = MAX(p_1 + q_2, p_2 + q_1)$$

- إن نماذج  $AR(p)$  حالة خاصة من النماذج  $ARMA(p, q)$  عندما  $q=0$  وكذلك نماذج  $MA(q)$  عندما  $p=0$  وأيضا نموذج الأخطاء حالة خاصة من نماذج  $ARMA(p, q)$  عندما  $q=p=0$ .

- هذا النموذج من النماذج المنعكسة تحت شروط معينة لأنه يحتوي على نموذج متوسطات متحركة ويكون شرط انعكاس نماذج  $ARMA(p, q)$  هو نفس شرط انعكاس نماذج  $MA(q)$  وهي أن تكون الجذور المطلقة للمعادلة أكبر من الواحد صحيح.

- هذا النموذج من النماذج غير المستقرة لأنه يحتوي على نموذج انحدار ذاتي ويكون شرط استقرار نماذج  $ARMA(p, q)$  هو نفس شرط استقرار نماذج  $AR(p)$  وهي أن تكون الجذور المطلقة للمعادلة أكبر من الواحد صحيح.

5- **نموذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة التكاملية:** تسمى هذه النماذج بالتكاملية لأن قيم النموذج الممثل للفروق يجب أن يتم جمعها للحصول على قيم مناسبة لكل من  $p$  و  $q$  لوصف بيانات السلسلة الأصلية غير المستقرة وتأخذ هذه النماذج الصيغة:  $ARIMA(p, d, q)$

$P$ : رتبة الانحدار الذاتي

$q$ : رتبة المتوسطات المتحركة

$d$ : رتبة الفروق المأخوذة لجعل السلسلة مستقرة ويطلق عليها أيضا درجة التكامل

ويأخذ نموذج  $ARIMA(p, d, q)$  الشكل التالي:

$$\Delta^d Y_t = \mu + \phi_1 \Delta^d Y_{t-1} + \phi_2 \Delta^d Y_{t-2} + \dots + \phi_p \Delta^d Y_{t-p} + a_t - \theta_1 a_{t-1} - \theta_2 a_{t-2} - \dots - \theta_q a_{t-q} \quad \dots\dots\dots(9)$$

ويمكن كتابته باستخدام مشغل الإزاحة للخلف على النحو التالي:

$$\phi_p(B)(1-B)^d Y_t = \mu + \theta_q(B) a_t \quad \dots\dots\dots(10)$$

حيث يعبر عن الفروق المأخوذة لجعل السلسلة مستقرة باستخدام مشغل الفروق Difference Operator كمايلي:

$$\Delta^d Y_t = (1-B)^d \quad \dots\dots\dots(11)$$

يتميز نموذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة التكاملية:

- عادة ينظر إلى نموذج  $ARIMA(p,d,q)$  على أن سلسلة الفروق من الرتبة  $d$  يتبع نموذج  $ARMA(p,q)$
- يعتبر هذا النموذج من النماذج غير المستقرة طالما أن رتبة  $d$  أكبر من أو تساوي الواحد صحيح لأن في هذه الحالة تقع بعض جذور المعادلة على دائرة الوحدة وبالتالي لا يتحقق شرط الاستقرار
- تعتبر هذه النماذج منعكسة تحت شروط معينة وذلك يرجع إلى أن الاختلاف بين نماذج  $ARMA$  ونماذج  $ARIMA$  هو جزء الانحدار الذاتي وهو منعكس دائما وتتطابق في جزء المتوسطات المتحركة وهو الجزء الذي يحتاج لشروط معينة كي يحقق خاصية الانعكاس ولذلك فشرط انعكاس نماذج  $ARIMA$  هي نفس شروط انعكاس نماذج  $ARMA$
- يمكن اشتقاق نماذج الانحدار الذاتي التكاملية من نماذج  $ARIMA$  عندما  $q=0$  والتي يرمز لها بالرمز  $IAR(p,d)$  وفيها تعتبر سلسلة الفروق من الرتبة  $d$  تتبع نموذج انحدار ذاتي من الرتبة  $p$  وتأخذ الشكل التالي:

$$\phi_p(B)(1-B)^d Y_t = \mu + a_t \quad (12)$$

- يمكن اشتقاق نماذج المتوسطات المتحركة التكاملية من نماذج  $ARIMA$  عندما  $P=0$  والذي يرمز لها بالرمز  $IMA(d,q)$  وفيها تعتبر سلسلة الفروق من الرتبة  $d$  تتبع نموذج متوسطات متحركة من الرتبة  $q$  وتأخذ الشكل التالي:
- $$(1-B)^d Y_t = \mu + \theta_q(B)a_t \quad (13)$$

ب. نماذج دالة التحويل : وهي النماذج التي تعتمد على وجود متغير مستقل في وجود المتغير التابع للتنبؤ بالسلسلة مستقبلا، فهو عبارة عن الدمج بين نموذج الانحدار الخطي ونموذج  $ARIMA$  ويتميز هذا النموذج بعدم اعتماد المتغير التابع على قيمه المبטطة فقط ولكن يعتمد على متغير مستقل وعلى القيم المبטطة لهذا المتغير المستقل وتستخدم نماذج دالة التحويل لوصف العلاقة بين متغيرين أو أكثر وتسمى أيضا بنماذج السلاسل الزمنية المتعددة المتغيرات لأنها تتضمن استخدام المعلومات المتاحة في سلاسل زمنية أخرى مرتبطة بالسلسلة الزمنية محل الدراسة لتفسير سلوكها والتنبؤ بها كما أنه يمكن توصيف البواقي بنموذج  $ARIMA$  وتسمى أيضا ب  $ARMAX$  Model.

ولمعرفة الشكل العام لنموذج دالة التحويل نبدأ أولا بنموذج الإبطاء وهو التعبير عن قيمة  $Y_t$  كدالة في الفترات السابقة للمتغير  $X_t$

$$Y_t = V_0 X_t + V_1 X_{t-1} + V_2 X_{t-2} + \dots + e_t \quad (14)$$

وباستخدام مشغل الإزاحة للخلف (B) حيث:

$$B^1 X_t = X_{t-1} \quad (15)$$

$$Y_t = V_0 X_t + V_1 B X_t + V_2 B^2 X_t + \dots + e_t \quad (16)$$

$$Y_t = (V_0 + V_2B + V_2B^2 + \dots)X_t + e_t \dots\dots\dots(17)$$

$$Y_t = V(B)X_t + e_t \dots\dots\dots(18)$$

$e_t$ : متغير عشوائي (الخطأ) متوسطه الصفر وتباينه  $\sigma^2$

وقد يكون هذا المتغير مرتبط ارتباط ذاتي أو قد يكون غير مرتبط ولكنه مستقل عن المتغير  $X_{t-i}$

$V(B)$ : دالة نبضات الاستجابة وهي تصف العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع في النظام الخطي.

$V_i$ : هو الأثر الذي يحدث على المتغير  $Y_t$  نتيجة تغير  $X_{t-i}$  بوحدة واحدة وتسمى أوزان نبضات الاستجابة

$$\sum_{i=0}^{\infty} V_i = g \dots\dots\dots(19)$$

$g$ : عائد حالة الاستقرار وهي تمثل التغير الكلي في  $Y_t$  نتيجة تغير  $X_t$  بوحدة واحدة على أن يستمر هذا التغير بصفة دائمة ويسمى هذا التغير بتغير الخطوة ويمكن النظر إلى  $g$  على أنها التغير المتراكم عبر الزمن في  $Y_t$  نتيجة التغير في  $X_t$  بوحدة واحدة ولفترة زمنية واحدة ويسمى هذا التغير بتغير النبضة.

$Y_t$ : قيمة المشاهدة الفعلية لسلسلة المتغير التابع (سلسلة المخرجات) خلال الزمن  $t$ .

$X_t$ : قيمة المشاهدة الفعلية لسلسلة المتغير المستقل (سلسلة المدخلات) خلال الزمن  $t$ .

ويتميز نموذج دالة التحويل بمايلي:

- أنه نظام مستقر لأن الإجمالي المطلق لأوزان نبضات الاستجابة تكون أقل من ما لا نهاية.

- أنه نموذج غير سببي حيث  $J < 0$  وذلك يعني أن سلسلة المتغير الداخلي  $Y_t$  تتأثر بسلسلة المتغير الخارجي  $X_t$  فقط سواء بقيمته السابقة أو الحالية.

- السلاسل الزمنية  $X_t, Y_t, e_t$  جميعها نماذج مستقرة.

- ويمكن تعميم دالة تحويل ليشمل عددا من المتغيرات المستقلة

$$Y_t = \sum_{i=1}^m \frac{\omega_i(B)B^b}{\delta_i(B)} X_{t-b} + \frac{\theta(B)}{\phi(B)} a_t \dots\dots\dots(20)$$

$m$ : عدد المتغيرات المستقلة بالنموذج.

ت. نماذج التدخل: وتستخدم هذه النماذج في حالة وجود أحداث عارضة تؤثر على السلسلة الزمنية فتغير من سلوكها، ويستخدم اسم الحادث العارض للتعبير عن بعض الأحداث الخارجية الهامة التي أثرت على السلاسل الزمنية التي نقوم

بالتنبؤ بها وتعتبر هذه النماذج حالة خاصة من نماذج دالة التحويل وذلك يجعل المتغير المستقل متغير صوري يأخذ القيم 0،1، ولدراسة نموذج التدخل لا بد من تحديد: نقطة بدأ الحدث العارض للسلسلة. ويأخذ نموذج التدخل نفس الصورة التي يأخذها نموذج التحويل

$$Y_t = \Psi(B) \prod_{t=1}^T + N_t \dots\dots\dots(21)$$

$Y_t$ : قيم المشاهدات الفعلية للسلسلة الأصلية أو سلسلة البيانات بعد أخذ التحويلة المناسبة لتثبيت التباين.

$$\Psi(B) = \frac{\omega(B)}{\delta(B)}$$

الشكل العام للتدخل:

$$\prod_{t=1}^T$$

متغير التدخل:

$N_t$ : الجزء الذي لا يحتوي على التدخل.

2. النماذج اللاخطية:

i. نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم التجانس من الرتبة  $1^*$ ARCH(p)(q): هو أول نموذج ارتباط ذاتي

مشروط بعدم تجانس تباينات الأخطاء ويدعى أحيانا (هجين التباين) حيث التغير في التباين أو التطاير (Volatility) خلال الزمن ممكن نمذجتها لذلك علينا أن نأخذ بعين الاعتبار حقيقة أن التباين المشروط قد يكون متأثرا إلى حد كبير من قيم مربعات سلسلة البواقي للفترات السابقة

$$x_{t-1}^2, x_{t-2}^2, \dots, x_{t-p}^2$$

ومن خلالها يمكن توضيح عدم التجانس (heteroskedasticity) المشروط في بيانات السلسلة وتقديم تفسيرها

لاستمرار التذبذبات فيها ويمكن تعريف النموذج على النحو التالي<sup>2</sup>:

لتكن السلسلة الزمنية  $X_t$  تملك الخواص التالية:

$$E((x_t|F_{t-1}) = 0 \dots\dots\dots(22)$$

$$E((x_t^2|F_{t-1}) = \sigma_1^2 \dots\dots\dots(23)$$

إذ  $F_{t-1}$  يمثل القيم  $\sigma$  للمتغيرات العشوائية  $x_{t-1}, x_{t-2}, \dots, x_{t-p}$

$\sigma_t^2$  يمثل التباين المشروط للسلسلة  $X_t$

\*1 - لمعالجة مشكلة التقلب في السلاسل الزمنية قدم الباحث Engle لأول مرة في سنة 1982 نموذج ARCH .  
 2 - هبة لقمان - صفاء يونس الصفاوي، استخدام نماذج ARCH(p) و GARCH(p,q) لتمثيل البيانات اليومية لمرضى الأطفال في (مجلة تنمية الرافدين ، العدد 114 ، المجلد 35 ، 2013، ص ص: 158 – 160).

$X_t$  تمثل سلسلة البواقي المقترحة للنموذج وتأخذ الشكل التالي:

$$x_t = y_t - u_t(y_t) \dots \dots \dots (24)$$

إذ أن  $y_t$  متغير عشوائي،

$$u_t(y_t) = E(y_t | F_{t-1})$$

ويمكن أن تحلل السلسلة  $X_t$  كما يأتي:

$$x_t = \sigma_t \varepsilon_t \dots \dots \dots (25)$$

تعرف  $\varepsilon_t$  بسلسلة التشويش الأبيض للسلسلة  $X_t$  لها الخواص التالية:

$$\varepsilon_t \sim iid N(0,1)$$

$\sigma_t$  يمثل الانحرافات القياسية المشروطة للسلسلة الزمنية  $X_t$

فإن التباين المشروط يعرف بنموذج ARCH(p) ويحسب بالصيغة التالية:

$$\begin{aligned} x_t &= \sigma_t \varepsilon_t \\ \sigma_t^2 &= \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1}^2 + \dots + \alpha_p x_{t-p}^2 \dots \dots \dots (26) \end{aligned}$$

إذ أن معاملات النموذج يشترط أن تكون كمايلي:

$$\alpha_0 > 0, \quad \alpha_i \geq 0, \quad i=1, \dots, p$$

**.ii** نموذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط بعدم التجانس من الرتبة  $GARCH(p, q)^{1*}$ : يمكن توسيع نموذج

ARCH بنموذج أكثر تعميماً يدعى نموذج  $GARCH(p, q)$  الذي غالباً ما يتطلب الكثير من المعلمات

لتصف بدقة عملية عدم التجانس في السلسلة ويتكون هذا النموذج من الحد الثابت  $\alpha_0$  وقيم مربعات سلسلة البواقي

للفترات السابقة وقيم التباين للفترات السابقة والصيغ الرياضية له:

$$\begin{aligned} x_t &= \sigma_t \varepsilon_t \\ \sigma_t^2 &= \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1}^2 + \dots + \alpha_p x_{t-p}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 + \dots + \beta_q \sigma_{t-q}^2 \dots \dots \dots (27) \end{aligned}$$

إذ أن معاملات النموذج يشترط أن تكون كمايلي:

$$i=1, \dots, p, \quad \alpha_i \geq 0$$

$$j=1, \dots, q, \quad \beta_j \geq 0$$

\* 1 - في سنة 1986 قدم الباحث Bollerslev نموذج GARCH من خلال إضافة حدود الانحدار الذاتي إلى نموذج ARCH، ويعتبر هذا النموذج وتطويراته المختلفة إحدى الوسائل المهمة لتوصيف التغير عبر الزمن الذي يتميز به عدم اليقين في العوائد للأسواق المالية والمقاس بالتقلبات أو المخاطرة.

$$\alpha_0 > 0$$

والصيغة الرياضية للنموذج GARCH(1.1)

$$x_t = \sigma_t \varepsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 \dots \dots \dots (28)$$

فإن صيغة التباين غير المشروط للنموذج GARCH(1.1) هي

$$E(x_t^2) = \frac{\alpha_0}{1 - (\alpha_1 + \beta_1)} \dots \dots \dots (29)$$

وصيغة التفلطح للنموذج GARCH(1.1) تعرف كمايلي:

$$K = \frac{m_4}{\sigma_x^4} = \frac{3[1 - (\alpha_1 + \beta_1)^2]}{1 - (\alpha_1 + \beta_1)^2 - 2\alpha_1^2} > 3 \dots \dots \dots (29)$$

3. مقاييس دقة التنبؤ للنموذج المفترض: تستخدم بعض المقاييس الإحصائية لقياس دقة التنبؤ للنموذج المفترض أو

للمقارنة بين تنبؤات النماذج المختلفة وتقوم فكرة حساب المقاييس الإحصائية لقياس دقة التنبؤ على إيجاد التنبؤات  $(\hat{Y}_1, \hat{Y}_2, \dots, \hat{Y}_n)$  باستخدام النموذج المفترض للتنبؤ ثم حساب أخطاء التنبؤ  $(e_1, e_2, \dots, e_n)$  ثم حساب أحد المقاييس الإحصائية التي منها<sup>1</sup>:

أ. متوسط الأخطاء: ME هو مقياس سهل الحساب ولكنه غير مفيد لأن الأخطاء الموجبة والأخطاء السالبة تلغي بعضها البعض ولذلك ليس معنى أن النموذج له أقل متوسط أخطاء أن يكون النموذج جيدا فهو مؤشر غير جيد للتقدير ولا يعتمد عليه منفردا.

$$ME = \bar{e} = \frac{\sum e_t}{n} \dots \dots \dots (30)$$

ب. متوسط الأخطاء المطلقة: MAE: هذا المقياس مفيد وأفضل من مقياس ME يكون تقدير المتنبأ به تام عندما يساوي هذا المقياس صفر ويعتبر هذا المقياس هو الأكثر شيوعا لأنه لا يتطلب حساب مربعات أو جذور وبناء على هذا المقياس يعتبر النموذج الذي له اقل قيمة أو النموذج الذي يقترب من الصفر هو النموذج الأفضل.

$$MAE = \frac{\sum |Y_t - \hat{Y}_t|}{n} \dots \dots \dots (31)$$

$$MAE = \frac{\sum |e_t|}{n} \dots \dots \dots (32)$$

<sup>1</sup> -Bernard Rapacchi , Dur, dur !!Les séries chronologiques, Sur le site ([www.unige.ch/ses/sococ/eda/bernard/box.pdf](http://www.unige.ch/ses/sococ/eda/bernard/box.pdf) (02/04/2017))

ت. متوسط الأخطاء النسبية المطلقة: تعرف الأخطاء النسبية بأنها خارج قسمة الأخطاء  $e_t$  على القيم الفعلية وطبقا لهذا المقياس فإن النموذج الأفضل هو الذي له أقل قيمة.

$$\dots\dots\dots(33)$$

$$MAPE = \frac{\sum |(Y_t - \hat{Y}_t)/Y_t|}{n} * 100$$

$$MAPE = \frac{\sum |e_t/Y_t|}{n} * 100 \dots\dots\dots(34)$$

ث. متوسط مربعات الأخطاء **MSE**: هو مقياس جيد يعطي المعلومات في شكلها المطلق بدلا من النسبي والنموذج الجيد الذي له اقل قيمة

$$MSE = \frac{\sum (Y_t - \hat{Y}_t)^2}{n} \dots\dots\dots(35)$$

$$MSE = \frac{\sum e_t^2}{n} \dots\dots\dots(36)$$

ج. الانحراف المعياري للأخطاء **SDE**: هو مقياس مفيد ولكنه لا يعطي نفس المعلومات التي نحصل عليها باستخدام المقاييس الأخرى وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليها والنموذج الجيد طبقا لهذا المقياس من له اقل قيمة.

$$SDE = \sqrt{MSE} \dots\dots\dots(37)$$

ح. معامل متباينة **U**: يقوم بمقارنة النموذج المتنبأ به بالنموذج البدائي والذي فيه قيمة التنبؤ في نقطة زمنية معينة هي قيمة السلسلة في النقطة الزمنية السابقة ( $Y_t - Y_{t-1}$ ) ويعتبر نموذج التنبؤ جيد إذا كانت قيمة **U** قريبة من الصفر أما إذا كان:  $U < 1$  فإن المتنبأ به جيد أي أن النموذج المستخدم أفضل من النموذج البدائي.  $U > 1$  فإن المتنبأ به سيء أي أن النموذج المستخدم أسوأ من النموذج البدائي.  $U = 1$  فإن المتنبأ به تام أي أن دقة النموذج المستخدم في التنبؤ تعادل دقة النموذج البدائي.

$$U = \sqrt{\frac{\sum e_t^2}{\sum (Y_t - \hat{Y}_{t-1})^2}} \dots\dots\dots(38)$$

رابعا: استخدام نموذج **GARCH** للتنبؤ بمؤشر كاك 40 لبورصة باريس:

يقصد بتحليل السلاسل الزمنية دراسة خصائص السلسلة الزمنية في فترات زمنية مختلفة مثل قياس الارتباط بين قيم السلسلة لفترات مختلفة من خلال دالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئي واستخدامهما في اختيار النموذج المناسب لوصف السلسلة واستخدام هذا النموذج للتنبؤ بالقيم المستقبلية.



بداية يجب التحقق من استقرار السلسلة وتحويلها إلى سلسلة مستقرة إن لم تكن مستقرة حيث يطبق هذا الأسلوب على البيانات المستقرة فقط ويطبق نموذج GARCH من خلال أربعة مراحل<sup>1</sup>:

1- التشخيص والتعرف على النموذج

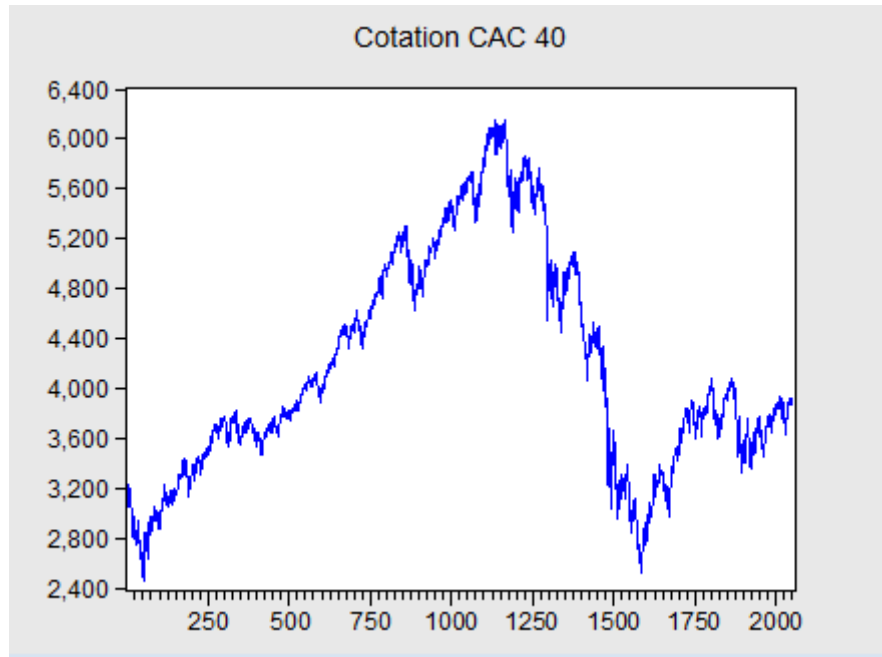
2- تقدير معالم النموذج

3- التحقق من ملائمة النموذج

4- التنبؤ بالفترات المستقبلية.

ولا نقوم بخطوة التنبؤ بالفترات المستقبلية إلا إذا ثبت ملائمة النموذج المفترض للسلسلة الزمنية محل الدراسة أما إذا لم يثبت ملائمة النموذج للسلسلة الزمنية محل الدراسة فإنه يتم استبعاده ويتم افتراض نموذج جديد.

1. عينة الدراسة وتحليل البيانات: تتكون عينة الدراسة من تسعيرة مؤشر بورصة باريس كاك 40 للفترة الممتدة من 2003 إلى غاية 2010، وذلك ب 2051 مشاهدة وفيمايلي المنحنى البياني للمؤشر:



شكل رقم 13: المنحنى البياني الممثل للتسعيرة لمؤشر كاك 40

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج 6 EViews

من خلال هذا الشكل قمنا بتمثيل بيانيا تسعيرة مؤشر كاك 40 اليومية حيث يلاحظ درجة تشتت كبيرة لهذا المؤشر حيث واصل مساره الصعودي خلال سنة 2008 حيث بلغ أقصى قيمة في ماي 2008 ب 5061.88 نقطة ومنذ هذا المستوى اتخذ تسعيرة المؤشر منحنى هبوطيا حيث تراوح بين 4977.85 يوم 2008/05/22 و 4063.26 يوم 2008/10/2 ،

<sup>1</sup> - شيماء عبد القادر ، عبود ، مرجع سبق ذكره، ص 104.

ومنذ 2008/10/03 نزل إلى 3977.25 ثم إلى 2964.66 يوم 2009/01/22 مع انفجار الأزمة واستمر هكذا إلى غاية 2009/04/15 ومنذ 2009/04/16 بدأ يصعد بالتدريج بما مرحلة الأزمة تم تجاوزها.

2. دراسة استقرارية السلسلة :

أ. تحديد عائد البورصة: من أجل الحصول على سلسلة مستقرة نقوم بتحويل سلسلة التسعيرة لمؤشر كاك 40 إلى سلسلة العوائد وذلك بإدخال اللوغاريتم والحصول على المعادلة التالية :

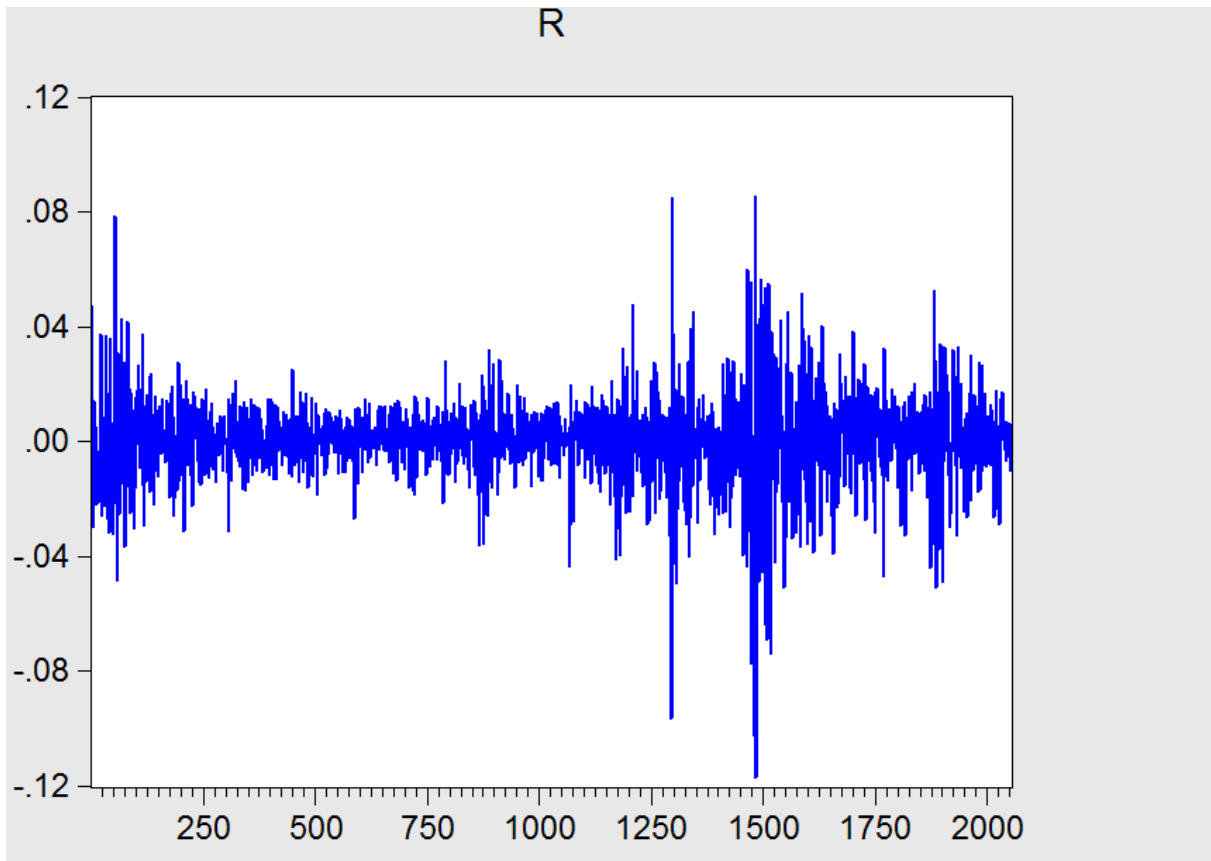
$$R = \ln p_t - \ln p_{t-1} \dots \dots \dots (39)$$

حيث

$P_t$ : التسعيرة الحالية

$P_{t-1}$ : التسعيرة السابقة

لنتحصل على الشكل التالي :



شكل رقم 14: المنحنى البياني الممثل لسلسلة العائد R

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج 6 EViews

الشكل البياني أعلاه يمثل سلسلة العائد المحسوب على أساس المعادلة (39) انطلاقاً من سلسلة التسعيرة اليومية لمؤشر كاك 40 لبورصة باريس ، حيث يتبين من خلال هذا الشكل أن السلسلة مستقرة ويمكن أن نتأكد من مدى استقراريتها وذلك باختضاعها لمختلف اختبارات جذور الوحدة.

ب. دالة الارتباط الذاتي للعائد  $R$ :

Date: 04/27/17 Time: 20:45

Sample: 1 2051

Included observations: 2050

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
*	*	1 -0.109	-0.109	24.443	0.000
		2 -0.010	-0.022	24.634	0.000
		3 -0.051	-0.055	30.006	0.000
		4 0.025	0.013	31.271	0.000
		5 -0.018	-0.016	31.920	0.000
		6 -0.006	-0.012	31.986	0.000
		7 -0.036	-0.037	34.659	0.000
		8 0.042	0.032	38.269	0.000
		9 -0.053	-0.048	44.080	0.000
		10 -0.023	-0.037	45.207	0.000
		11 0.024	0.020	46.418	0.000
		12 0.030	0.027	48.327	0.000
		13 0.007	0.014	48.434	0.000
		14 -0.004	0.001	48.465	0.000
		15 -0.032	-0.030	50.571	0.000
		16 0.023	0.012	51.710	0.000
		17 -0.016	-0.011	52.214	0.000
		18 -0.030	-0.034	54.076	0.000
		19 0.028	0.021	55.673	0.000
		20 0.043	0.046	59.524	0.000
		21 -0.031	-0.021	61.528	0.000
		22 -0.003	-0.003	61.548	0.000
		23 0.012	0.015	61.829	0.000
		24 -0.010	-0.018	62.029	0.000
		25 0.014	0.012	62.438	0.000
		26 0.026	0.036	63.811	0.000
		27 -0.027	-0.025	65.335	0.000
		28 -0.006	-0.012	65.411	0.000
		29 0.009	0.018	65.564	0.000
		30 0.019	0.019	66.335	0.000
		31 0.049	0.050	71.252	0.000
		32 -0.039	-0.027	74.450	0.000
		33 0.040	0.036	77.781	0.000
		34 -0.041	-0.030	81.295	0.000
		35 -0.010	-0.016	81.522	0.000
		36 -0.039	-0.041	84.718	0.000

شكل رقم 15 : دالة الارتباط الذاتي لسلسلة العائد  $R$

المصدر : من إعداد الطالبة اعتماداً على برنامج 6 EViews

يمثل الشكل أعلاه نتائج دالة الارتباط الذاتي (العمود AC) ودالة الارتباط الجزئي (العمود PAC)، هذا ويتطلب استقرار السلسلة أن تقع معاملات الارتباط الذاتي داخل حدود فترة الثقة (95%) ومن خلال الرسم البياني نلاحظ أن معاملات الارتباط الذاتي تقع خارج حدود فترة الثقة لهذا فإن السلسلة غير ساكنة.

إن الإحصائية Q-stat = 69501 بتأخر h=36 ومنه

$$Q - stat = 84718 > x_{0.05;36}^2 = 51$$

أي نرفض الفرضية العدمية التي تنص على أن معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر والسلسلة غير مستقرة لأن Q-stat المحسوبة أكبر من  $x^2$  الجدولية، كما يتضح من خلال الشكل أن احتمال حصول قيم Q هو الصفر لهذا فالسلسلة غير ساكنة ومن هنا يمكن أن نحلل مدى استقراريتها من خلال اختبار ديكي فيلر و فيليبس بيرون.

ت. اختبار ديكي فالر المطور **Augmented Dickey-Fuller**:

لغرض دراسة استقرارية السلسلة واخضاعها لاختبار ADF نضع الفرضيات التالية:

$H_0$ : السلسلة تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي ليست مستقرة.

$H_1$ : السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي هي مستقرة.

يعتمد اختبار ADF على طريقة المربعات الصغرى حيث يتم تقدير النماذج التالية:

Modèle (1) :

$$\Delta p_t = \varphi p_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta p_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(40)$$

Modèle (2) :

$$\Delta p_t = \varphi p_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta p_{t-j+1} + c + \varepsilon_t \dots\dots\dots(41)$$

Modèle (3) :

$$\Delta p_t = \varphi p_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta p_{t-j+1} + c + b_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots(42)$$

جدول رقم 21: نتائج اختبار AD

الاختبار ADF	t المحسوبة	t الجدولية	الاحتمالات المرافقة
نموذج 01	-50.61239	-1.940978	0.0000
نموذج 02	-50.60217	-2.862748	0.0001
نموذج 03	-50.60620	-3.412002	0.0000

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج 6 EViews

من خلال الجدول الذي يبين لنا نتائج اختبار ديكي فالر المطور بالاستعانة ببرنامج Eviews وذلك لغرض اختبار الاستقرارية يتبين أن **t-statistic** أي لما تقارنها ب **t** الجدولية هي اصغر بكثير أما الاحتمال هو أصغر من 5% وبالتالي نرفض الفرضية العدمية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة التي مفادها أن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي السلسلة مستقرة.

ث. اختبار **Phillips – Perron** : (Trancature L=18):

الاختبار ADF	t المحسوبة	t الجدولية	الاحتمالات المرافقة
نموذج 01	-51.49089	-1.940978	0.0000
نموذج 02	-51.48592	-2.862748	0.0001
نموذج 03	-51.53505	-3.412002	0.0000

جدول رقم 22: نتائج اختبار **Phillips – Perron**

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج 6 EViews

من خلال الجدول الذي يبين نتائج اختبار فيلبس بيرون بالاستعانة ببرنامج Eviews يتبين أن **t-statistic** أي لما نقارنها ب **t الجدولية** هي اصغر بكثير أما الاحتمال هو اصغر من 5% وبالتالي نرفض الفرضية العدمية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة التي مفادها أن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي السلسلة مستقرة.

### 3. اختبار مدى ملاءمة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لتقدير النموذج:

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	64.65044	Prob. F(4,2044)	0.0000
Obs*R-squared	230.1201	Prob. Chi-Square(4)	0.0000
Scaled explained SS	1062.818	Prob. Chi-Square(4)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/24/17 Time: 16:10

Sample: 3 2051

Included observations: 2049

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000146	1.48E-05	9.859860	0.0000
R(-1)	-0.003662	0.001127	-3.248470	0.0012
R(-1)^2	0.089713	0.022242	4.033577	0.0001
R(-1)*CR	0.003631	0.002016	1.801600	0.0718
CR	0.000729	5.61E-05	13.00921	0.0000
R-squared	0.112309	Mean dependent var	0.000217	
Adjusted R-squared	0.110571	S.D. dependent var	0.000662	
S.E. of regression	0.000624	Akaike info criterion	-11.91811	
Sum squared resid	0.000796	Schwarz criterion	-11.90438	
Log likelihood	12215.10	Hannan-Quinn criter.	-11.91307	
F-statistic	64.65044	Durbin-Watson stat	2.064101	
Prob(F-statistic)	0.000000			

### جدول رقم 23: اختبار White

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EViews 6**

تم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية ، ومن ثم اختبار مشكلة عدم تجانس تباين حد الخطأ باستخدام اختبار وايت White، والتي أظهرت رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة وبالتالي وجود مشكلة عدم تجانس تباين حد الخطأ. ولمعالجة هذه المشكلة لجأت بعض الدراسات السابقة في هذا المجال إلى استخدام نماذج

GARCH:

4. تقدير نموذج التنبؤ بعائد البورصة:

أ. التعرف على النموذج: هي المرحلة أكثر أهمية في بناء النموذج تعتمد على سلسلة البيانات حيث يتم التعرف على النموذج وذلك بتحديد رتبة النماذج AR و MA التي تخضع لها السلسلة الزمنية المستقرة ، حيث تكون الصيغة الرياضية للنموذج المقترح للسلسلة المستقرة R بالشكل التالي:

$$R = c + AR(1) + MA(1) + cr \dots\dots\dots(43)$$

cr: يأخذ القيم 0 على مدار فترة الدراسة الممتدة من 2003 إلى غاية 2010 ، ما عدا للفترة الممتدة من

2008/09/01 إلى غاية 2009/03/31 بما أنها فترة الأزمة وأين انخفاض مؤشر كاك 40 فهذا المتغير يأخذ القيم 1

✓ فرضيات دراسة الحالة:

H<sub>0</sub> : الأزمة لا تؤثر بالسلب على العائد

H<sub>1</sub>: الأزمة تؤثر بالسلب على العائد ومفسرة احصائيا

ب. تقدير النموذج: هي المرحلة الثانية يتم فيها تقدير معلمات النموذج حيث بعدما تم تحديد درجة (p,q) وتقدير

المعلمات حيث هناك عدة معايير هي: AKAIKE , SCHWARZ, HANNAN-QUINN والجدول

التالي يلخص نتائج التقدير:

جدول رقم 24: معايير المفاضلة

(2.3)	(2.2)	(2.1)	(1.3)	(1.2)	(1,1)	(p,q)
-6.067376	-6.005763*	-6.061194	-6.047568	-6.048288	-6.048845	AKAIK
-6.037177	-5.981055*	-6.036486	-6.020115	-6.023580	-6.026883	SCHW
-6.056301	-5.996702*	-6.052133	-6.037500	-6.039297	-6.040791	HANNAN

المصدر : ملخص من إعداد الطالبة اعتمادا على نتائج التقدير من برنامج EVIEWS 6

من خلال الجدول أعلاه الذي يظهر لنا المقارنة والمفاضلة حسب مختلف المعايير المذكورة وذلك باختيار أقل قيمة لكل معيار حسب مختلف الدرجات يتبين أن النموذج الأفضل هو نموذج GARCH(2.2)، مما يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي مفادها أن الأزمة المالية العالمية تؤثر بالسلب على عائد البورصة ومفسرة احصائيا.

## المبحث الثاني: مواجهة الأزمة المالية العالمية دوليا

بعدما تطرقنا لأهم الدراسات المتعلقة بالبورصة والنمو الاقتصادي من جهة ومن جهة أخرى دراسات متعلقة بالأزمات تبين أن البورصة بين النمو الاقتصادي والأزمات ، ولاكتمال الدورة الاقتصادية نخصص أولا هذا المبحث لتبيان حلول مواجهة الأزمة المالية العالمية دوليا وذلك على النحو التالي:

أولا: تقارير المؤسسات الدولية عن الأزمة المالية العالمية

ثانيا: جهود مواجهة الأزمة المالية العالمية

ثالثا: الحوكمة على صعيد القمم العالمية لمواجهة الأزمة المالية العالمية

أولا : تقارير المؤسسات الدولية عن الأزمة المالية العالمية:

1. الأمم المتحدة والأزمة المالية العالمية<sup>1</sup>: في الربع الأول من سنة 2009 أقرت الجمعية العامة للأمم المتحدة اقتراحا بعقد قمة عالمية في مطلع الصيف لبحث تداعيات الأزمة العالمية خاصة على الدول الأكثر فقرا. وجاءت الدعوة إلى هذه القمة التي يفترض أن تشارك فيها 192 دولة الأعضاء في المنظمة الدولية بعد أيام من انعقاد قمة العشرين في العاصمة البريطانية لندن في 2009/04/2. كما اتفق قادة المجموعة على عقد قمة أخرى الخريف المقبل لمتابعة القرارات السابقة. أما الأمين العام للأمم المتحدة "بان كي مون" فقد طالب بتخصيص 300 مليار دولار على الأقل لمساعدة الدول النامية من الميزانية التي وافق عليها قادة مجموعة العشرين بقتهم في لندن في 2009/04/02 ودعا المجموعة إلى تحويل تعهداتها هذه إلى عمل واقعي مضيفا أن هذه الميزانية سوف تساعد الاقتصاد العالمي على التغلب على الأزمة العالمية وأضاف الأمين العام أن قادة مجموعة العشرين يدركون أنهم إذ لم يتمكنوا من إدارة الأزمة الاقتصادية بطريقة صحيحة فإن الأمور قد تتطور إلى عدم الاستقرار السياسي. وفي هذا الإطار حذرت الأمم المتحدة من مخاطر تزايد الجوع في العالم بسبب ارتفاع أسعار الحبوب مشيرة على أن الأزمة العالمية ساهمت في تفاقم الوضع ، أما منظمة الأغذية والزراعة (الفاو) فقد أشارت إلى أن مكافحة الجوع تتطلب استثمارات بالإنتاج الزراعي تقدر ب 30مليار دولار سنويا ، في حين ذكر الأمين العام لمنظمة (الفاو) أن أسعار الحبوب ارتفعت بنسبة 19% مقارنة بسنة 2006 وأضاف أن المخزون من الحبوب انخفض إلى أدنى مستوى خلال ثلاثين عاما وأضاف الأمين العام للمنظمة أن الأزمة العالمية زادت الوضع سوءا حيث أظهرت دراسات المنظمة الأخيرة أنه رغم انخفاض أسعار الأسواق الدولية فإن أسعار البيع بالتقسيط لم تنخفض. وتفيد المنظمة أن أكثر من مليار شخص سيعانون الجوع خلال سنة 2009 بسبب الآثار المجتمعة للأزمة المالية وأسعار الغذاء المرتفعة. ويذكر أن عدد الأشخاص الذين يعانون الجوع قد تزايد بنسبة بلغت 75

1: رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 83-85.



مليون سنة 2007 ونحو 40 مليون سنة 2008 بسبب الجوع الذي يجتاح بعض دول العالم وأهمها الصومال. وحذر الأمين العام للأمم المتحدة مرارا وتكرارا في معظم اجتماعاته من أن الأزمة العالمية قد تكون الضربة الأخيرة التي لا يستطيع أن ينجو منها كثير من أفقر فقراء العالم وأن هذه الأزمة تعرض للخطر كل شيء فعلته الأمم المتحدة لمساعدة الفقراء. فالأزمة هددت كل إنجازات الأمم المتحدة في استئصال الفقر والمرض ومكافحة التغير المناخي وتشجيع التنمية لضمان أن يكون لدى الناس طعام كافي. كما ذكر "بان كي مون" في اجتماع حضره رؤساء البنك وصندوق النقد الدوليين أن الأزمة التي أذهلت الأسواق في شتى أنحاء العالم ضاعفت أزمة الغذاء وأزمة الطاقة وأزمة التنمية في إفريقيا.

2. البنك الدولي والأزمة المالية العالمية<sup>1</sup>: قال "جوستين لين" نائب ورئيس البنك الدولي أن الدول النامية واجهت مشكلات رئيسية خلال سنة 2008 مما أدخل عددا منها في منطقة الخطر الاقتصادي وتوقع أن يكتوي الفقراء في الدول النامية بصورة أشد من غيرهم بسبب الأزمة المالية العالمية وأضاف خلال المؤتمر الدولي لتمويل التنمية المنعقد في الدوحة أن النمو الاقتصادي في الدول النامية بلغ معدله 7.8% في سنتي 2007 و 2008 وتوقع أن يتباطأ إلى 4.5% سنة 2009 وقد حدث فعلا. كما أشار جوستين لين إلى توقعات بانكماش اقتصاديات الدول الغنية التي دخلت بالفعل مرحلة ركود بنسبة 0.1% سنة 2009 بينما تباطأ نمو الاقتصاد الدولي إلى 1%. وأوضح كذلك أن انخفاض معدل النمو في الدول النامية بنسبة 1% يعني قذف نحو 20 مليون شخص إلى هوة الفقر في وقت دفعت فيه الأزمة العالمية وأزمة الغذاء أكثر من 100 مليون شخص في العالم إلى هذه الهوة. كما اعتبر مساعدات الدول الغنية للدول النامية التي تصل إلى مائة مليار دولار سنويا غير كافية بل إنها متواضعة بالنظر إلى تريليونات الدولارات التي تنفقها الدول الغنية للدول النامية التي تصل إلى مائة مليار دولار سنويا غير كافية بل إنها تدفقات رأس المال الخاص إلى الدول النامية من تريليون دولار سنة 2008 إلى نصف هذا الرقم سنة 2009 هذا رغم المساعدات المكثفة من أوروبا والاتحاد الأوروبي لليونان لحل أزمتها الاقتصادية سنة 2010 و 2011. ومن ناحية أخرى أظهر تقرير مفصل صادر عن البنك الدولي ووزع في مؤتمر الدوحة توقعات بانخفاض نمو التجارة العالمية سنة 2009 لأول مرة منذ سنة 1982، حيث ظهر في التقرير أن ارتفاع أسعار المواد الغذائية في العالم ما بين 2005 حتى بداية 2007 زاد عدد الفقراء في شرق آسيا والشرق الأوسط وجنوب آسيا بنسبة لا تقل عن 1%. وتوقع التقرير أن تؤدي الأزمة العالمية إلى خلق تحديات مالية رئيسية للدول النامية في الأشهر القادمة من سنة 2009 حيث ستزداد الضغوط على معدلات إنفاقها وعلى العائدات والجدير بالذكر أن عددا كبيرا من الدول النامية في السنوات الأخيرة قد زاد اعتمادها على المساعدات الأمر الذي سوف يؤثر حتما على موازين مدفوعاتها كما حذر التقرير من تهديد استمرار الأزمة العالمية لنمو الاقتصاد العالمي وإمكانات حصول الدول على تمويل خارجي. ومع تفاقم الأزمة العالمية ظهر في تقرير البنك الدولي أنه سيزيد من قروضه إلى الدول النامية

<sup>1</sup>: رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 85 - 87.

بمقدار 100 مليار دولار في الثلاث سنوات المقبلة وسوف يزيد البنك من حجم قروضه بثلاثة أضعاف لتصل إلى 350 مليار دولار سنة 2008 بالمقارنة بسنة 2007.

3. صندوق النقد الدولي والأزمة المالية العالمية<sup>1</sup>: لقد شكل صندوق النقد الدولي آلية طوارئ مالية خاصة لمساعدة الدول المتضررة بالأزمة المالية العالمية التي عصفت بأسواق المال على مستوى العالم وقال مدير صندوق النقد الدولي إن إجراءات الإقراض الجديدة ستتيح للصندوق التدخل بسرعة لمساعدة الدول التي تواجه صعوبات فيما يخص نقص السيولة النقدية ومن شأن آلية الطوارئ هذه التي استخدمت أيضا إبان الأزمة العالمية الآسيوية سنة 1997 تسهيل وتسريع عملية الموافقة على منح القروض. وفي عشية انعقاد مؤتمر لصندوق النقد الدولي والبنك الدوليين حث مدير الصندوق على التصرف بسرعة من أجل حل المشاكل الاقتصادية التي تواجه العالم وقال أنه من الضروري القيام بمزيد من الخطوات المشتركة من أجل مواجهة الأزمة وكان ذلك بعد يوم واحد من قيام سبعة بنوك مركزية بتخفيض نسبة أسعار الفائدة ونصح بتبني شتى السياسات التي تزيد من وتيرة التعاون بين الجهات المالية المختلفة إلا أنه حذر بقوة الدول التي تحاول مواجهة الأزمة بشكل أحادي مشيرا إلى بعض الإجراءات الارتجالية التي قامت بها دول أوروبية معينة. كما قال مدير صندوق النقد الدولي أيضا إن الأحداث التي شهدتها الفترة القليلة الماضية بدأت تلقي بظلالها على الاقتصاديات النامية مع انقطاع قنوات الإقراض وتباطؤ نشاط التصدير نتيجة لضعف الطلب في الدول الغربية واستطرد قائلا إن الصندوق مستعد لمساعدة أية دولة تشعر بالحاجة إلى التمويل خلال آلية الطوارئ التي أسست سنة 1955 لمساعدة المكسيك في إعادة الاستقرار إلى أسواقها المالية بعد أزمة الثقة التي تعرضت لها وأدت إلى انهيار عملتها المحلية. كما حذر من أن تباطؤ حركة التصدير بالتوازي مع ارتفاع أسعار القروض ستؤدي إلى انهيار المصالح في الدول الفقيرة وربما تؤدي إلى إفلاس بعض هذه الدول. كما ناشد صندوق النقد الدولي أن الدول المانحة عدم تقليص المساعدات التي تقدمها للدول الفقيرة لأنها أكثر عرضة للتأثر بالأزمة العالمية لأنها أصبحت أكثر اندماجا بالاقتصاد العالمي مما كانت عليه في الماضي ولذا من المرجح أن تتأثر هذه الدول بالانكماش الذي يعاني منه الاقتصاد العالمي عن طريق انحسار النشاط التجاري والاستثمارات الأجنبية والتحويلات المالية التي يرسلها العاملون في الدول الغنية .

ثانيا: جهود مواجهة الأزمة المالية العالمية

### 1. جهود الولايات المتحدة الأمريكية:

تعتبر التدخلات الأمريكية الأولى عالميا من خلال خطة إنقاذ بالإضافة إلى إعفاءات ضريبية وتخفيض لمعدلات الفائدة و ضخ الأسواق بالسيولة المالية وتقديم ضمانات للمودعين. فخطوة الإنقاذ هي الخطة التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية "هنري

1: رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 87 - 88.

بولسون" تهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن وتقوم الخطة شراء الديون الهالكة التي تقضي مضاجع السوق المالية الأمريكية وتحدد باختيارها. كما قررت الإدارة الأمريكية تخصيص نحو 150 مليار دولار من خلال خطة حوافز مالية تتضمن إعفاءات ضريبية مدتها سنتين منها 100 مليار للأفراد و50 مليار للشركات، حيث يهدف هذا الإجراء إلى زيادة الاستهلاك لتنشيط الاقتصاد، لكن هذا المبلغ لا يكفي لمعالجة الأزمة مما يفسر استمرار هبوط المؤشر العام في البورصات العالمية بعد إعلان هذه الحوافز المالية<sup>1</sup>.

## 2. الجهود الأوروبية:

تبنّت دول الاتحاد الأوروبي بدورها خطط إنقاذ لمواجهة تحديات الأزمة المالية وانعكاساتها الاقتصادية ولكن وفق مسارات مختلفة عن خطة الإنقاذ الأمريكية حيث تم التركيز على<sup>2</sup>:

\* زيادة رؤوس أموال البنوك الأوروبية بدلا من شراء الأصول الهالكة.

\*مراجعة النظم المحاسبية المصرفية وانتهاج سياسات رقابية وإشرافية لوضع ضوابط محددة للعمليات المالية بالقطاع المصرفي.

\*توفير الحماية والضمانات للودائع المصرفية وتجنب تقديم ضمانات تخل بمبدأ المنافسة.

\*فرض عقوبات على الإدارة المصرفية حال الدخول في عمليات مضاربة على الأسهم.

إن الإجراءات التي اتخذتها الحكومات بعد وقوع الأزمة العالمية في 13 سبتمبر 2008 كانت ذات طابع تدخلي وهدفها إبعاد شبح الإفلاس عن المنظومة البنكية وتمكينها من القيام بمهامها كتمويل المقاولات والاقتصاد الوطني ولذلك كان "غوردن براون" أول من بادر خلال سنة 2008 إلى تأمين أول بنك قبل أن تنطلق الأزمة وبعد ذلك شرع في وضع برامج إنعاش البنوك.

- رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره - ص ص:192-195.<sup>1</sup>  
 2 - طالب صلاح الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية(الأزمة المالية الحالية وتداعياتها-حالة الجزائر) ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف : طاولي مصطفى ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ، جامعة تلمسان ن 2010/2009. - ص ص:195 - 199.

## جدول رقم 25: التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ لاحتواء الأزمة المالية العالمية

الدولة	مبلغ الخطة	التدابير المعتمدة
بريطانيا	641 مليار يورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار يورو ويمكن للدولة أن تملك إلى غاية 60% من رأسمال البنك الذي رفعت رأسماله. - ضمان القروض ما بين البنوك ب 321 مليار يورو - سيولة بمبلغ 256 مليار يورو
ألمانيا	480 مليار يورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 80 مليار يورو - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 يورو
فرنسا	360 مليار يورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 40 مليار يورو - ضمان القروض ما بين البنوك إلى غاية 320 مليار يورو، يطبق هذا الضمان على القروض المتعاقد عليها قبل ديسمبر 2009 لمدة تصل إلى خمسة أعوام.
هولندا	220 مليار يورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك ب 20 مليار يورو ويستخدم المبلغ أيضا لضخ السيولة. - ضمان القروض ما بين البنوك ب 200 مليار يورو
إسبانيا	100 مليار يورو	ضمان القروض ما بين البنوك ب 100 مليار يورو مع عدم وجود لرسملة بنكية
إيطاليا	100 مليار يورو	تلتزم الحكومة بانفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمان استقرار النظام المالي
البرتغال	20 مليار يورو	ضمان القروض ما بين البنوك ويستخدم المبلغ لضخ السيولة

المصدر: علي عبد الفتاح أبو هوار الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة ، دار وائل للنشر ، عمان ، الطبعة

01. 2012/2011 ، ص 66.

أ. إنجلترا ومواجهتها الأزمة:

قامت الحكومة البريطانية بإجراء محادثات مع بنوك كبرى من أجل ضخ أموال عامة فيها واجتمعت هذه البنوك مع وزير الخزانة في نهاية سنة 2008 من أجل تعديل هياكل رأس المال كأحد البدائل التي تجرى مناقشتها، وقالت مصادر أخرى أن بنوك

"روايال بنك أوف إسكوتلاندا" و"لويدز" و"باركليز" الكبرى تحتاج إلى 15 مليار جنيه إسترليني أي ما يعادل 26 مليار دولار لمساعدتها على تجاوز الأزمة المالية التي تحتاج أسواق المال العالمية وقال وزير الخزانة البريطاني سنعمل على دعم الاستقرار ودعم النظام المصرفي لكي يعمل بشكل جيد. وأعلن بنك "باركليز" البريطاني أنه اقترح جمع 7.3 مليار جنيه إسترليني أي أكثر من 11.5 مليار دولار أمريكي لتحسين وضعه المالي وأنه ينوي جمع هذا المبلغ من صناديق استثمار الأسر الحاكمة في دبي وأبوظبي، وبالعكس البنوك الأخرى البريطانية الكبيرة لم يقبل بنك "باركليز" المساعدة المالية التي قدمتها الحكومة البريطانية لتحسين أوضاع البنوك المتأثرة بالأزمة المالية الاقتصادية العالمية. ويذكر أن الحكومة البريطانية قررت إنشاء صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار يورو لإنقاذ عدة بنوك بريطانية من الإفلاس ويمكن للدولة أن تملك إلى غاية 60% من رأسمال البنك الذي رفعت رأسماله وباستطاعتها إلغاء المكافآت المالية السنوية. وكذلك قامت الدولة بتأميم شركة "نورثرن روك" حيث انتقلت ملكيتها إلى الدولة وهي شركة تتعامل مع المجالات المتعلقة بالرهن العقاري. وكان برنامج الإنقاذ البريطاني من أحسن برامج الإنقاذ التي اتبعت ويبلغ حجمه 640 مليار يورو واستخدم منها 321 مليار يورو لضمان القروض ما بين البنوك واستخدم 256 مليار يورو لضخ السيولة في المؤسسات المالية والاقتصادية لإنقاذها من خطر الإفلاس بالإضافة إلى ذلك استخدم مبلغ 75 مليار جنيه إسترليني في استملاك ثلاثة بنوك<sup>1</sup>.

وخلاصة الأمر ركز "جوردن براون" على النقاط التالية<sup>2</sup>:

- أكد على أن الأزمة العالمية ليست معزولة ضمن حدود الو.م.أ.
- حث الو.م.أ على مقاومة الإجراءات الحمائية التجارية لأنها لا تحمي أحدا
- طالب بتنحيه الخلافات بين زعماء أمريكا وقادة العالم للخروج من الكساد
- أكد على وجود قيادة أوروبية في الوقت الحاضر هي الأكثر تأييدا للو.م.أ في التاريخ الحديث وهي صديقة لأمريكا.
- قدم رؤية بأن أمريكا وعددا محددًا من دول العالم لا يستطيعون تحمل عبء إعادة الاقتصاد العالمي إلى النمو بعد وقوع هذه الأزمة الأسوأ منذ عقود.
- طالب بخفض أسعار الفائدة على مستوى العالم وعلى وضع خطط تحفيز على مستوى العالم أيضا وذلك لمعادلة عمق الكساد وحجم الانتعاش الذي يجب تحقيقه.

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره، ص 68

2 - نفس المرجع السابق ، ص 69.

- الاستفادة من الدروس التي أفرزتها الأزمة الاقتصادية

- وأضاف أن المؤسسات المالية مترابطة مع بعضها البعض إلى درجة أن أي بنك سيء في أي مكان يشكل خطرا على البنوك الجيدة في كل مكان.

ب. **روسيا ومواجهتها للأزمة:** قامت الحكومة الروسية باتخاذ الإجراءات التالية<sup>1</sup>:

- عند اندلاع الأزمة قامت وزارة المالية الروسية بضخ 45 مليار دولار في القطاع المصرفي للحد من الآثار السلبية للأزمة على هذا القطاع.

- قام البنك المركزي الروسي بضخ 15 مليار دولار أسبوعيا ولمدة ثلاثة أسابيع متتالية وذلك من أجل دعم العملة الروسية المتأثرة بالأزمة نتيجة لسببين رئيسيين هما: انخفاض أسعار البترول انخفاضاً كبيراً وهي سلطة تصديرية روسية إستراتيجية وأما السبب الثاني فهو انسحاب رؤوس الأموال الأجنبية من روسيا بصورة واسعة، وقد أكد البنك الدولي أن قيمة رؤوس الأموال الخارجة من روسيا بلغ 50 مليار دولار سنة 2007 وهي مرشحة للزيادة إلى 100 مليار دولار في سنة 2009 ولكن السياسة المالية الروسية تعتمد مبدأ حرية تنقل رؤوس الأموال وكذلك تعتمد أيضا قابلية العملة للتحويل لتجنب حالات الهلع والذعر التي سيطرت على الأسواق العالمية أثناء الأزمة العالمية الراهنة وأبدت الحكومة الروسية رغبتها واستعدادها لصرف مبلغ 180 مليار دولار لتقوية نظامها المالي وفتح أسواق جديدة لتصريف صادراتها من المواد الأولية.

- وبدأ دور الدولة يتعزز في مواجهة الأزمة المالية العالمية حيث اقرت في أكتوبر 2008 مجموعة من الإجراءات لمساعدة النظام البنكي الروسي في حل مشاكله والخروج من مأزقه وذلك بتعديل قانون البنك المركزي لروسيا الاتحادية حيث يضمن تقديم القروض للبنوك الروسية بدون ضمانات ولمدة ستة اشهر وذلك من أجل إعادة الاستقرار في النظام المالي الروسي وتخطي آثار الأزمة المالية العالمية وقد استفاد من هذا التعديل 116 بنك وقد منح 122 بنك روسي قروضا وبفائدة 8.5% سنويا واستمرت العملية حتى نوفمبر 2008 ومنح أيضا الحق للبنوك الموقعة على اتفاقيات سابقة مع البنك المركزي الروسي الحصول على قروض تعادل رأس مالها على أن تكون هذه البنوك ضمن التصنيفات الائتمانية المناسبة من قبل مؤسستي "فيتش" و "موديز" العالميتين.

- في شهر سبتمبر من سنة 2008 أكد الرئيس الروسي "ديمتري ميدفيديف" امتلاك روسيا احتياطيا كافيا واقتصادا متينا يجنبها الأزمة العالمية موضحا أن أولويات السلطات الروسية هي دعم النظام المالي وسط أزمة الثقة بالبنوك الروسية وليس لدى السلطة أهم من دعم إضافي قدره نحو 500 مليار روبل (حوالي 19.8 مليار دولار). وقد تعهدت السلطات الروسية يوم

1 : ينظر: - رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 103.

- علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره ، ص : 88 - 89.

2008/9/18 بتقديم 130 مليار دولار لدعم الأسواق المالية في حين أن الاحتياطات النقدية انخفضت بنحو 13 مليار دولار.

- كما أن رئيس الوزراء الروسي "فلاديمير بوتين" أن الحكومة الروسية ستخصص 450 مليون دولار إضافية لتأييد قطاع الأعمال الصغيرة والمتوسطة وتوقع بوتين أن يحصل حوالي 15 ألف من رجال الأعمال الجدد خلال سنة 2009 على مساعدات حكومية بقيمة 9 آلاف دولار لكل منهم هذا بجانب تطوير عمليات إقراض رجال الأعمال من جانب البنوك الخاصة والحكومية، وطالب بوتين من البنوك الروسية المشاركة في إقراض قطاع الأعمال مشيراً إلى أن حجم المساعدات الحكومية للبنوك ستكون مرتبطة بمدى اهتمامها بوضع قطاع الأعمال في البلاد. وأردف بوتين قائلاً في اجتماع لمجلس الرقابة في بنك الاقتصاد الخارجي أن البنوك الحكومية ستوفر لقطاع الأعمال الصغيرة والمتوسطة قروضا تبلغ نحو 3 مليارات دولار كما أن مجلس الرقابة يدرس إمكان إصدار سندات بالعملة الأجنبية تصل قيمتها إلى حوالي 5 مليارات دولار موضحاً أن هذه الخطوة من شأنها زيادة حجم القروض.

- كما قامت الحكومة الروسية باتخاذ قرارات في نوفمبر 2008 وحتى ديسمبر 2008 هدفت إلى تخفيض قيمة الروبل بأكثر من 30 % بالنسبة لسلة من العملات تتكون من الدولار واليورو، ومنذ بداية الأزمة العالمية قام البنك المركزي الروسي بضخ 215 مليار دولار من أجل دعم قيمة الروبل.

ت. ألمانيا ومواجهتها للأزمة: أعلنت المستشارة الألمانية "أنجيلا ميركل" أن الو.م.أ تتحمل المسؤولية عن وقوع هذه الأزمة وعليها أن تتخذ الإجراءات اللازمة لإيقافها والتعاون مع المجتمع الدولي من أجل وضع قواعد دولية تحقق المزيد من الشفافية والتنظيم بشكل أفضل. وفي اجتماع عقد في برلين بين ميركل والرئيس الإيطالي "سيلفيو برلسكوني" ظهر تباين في وجهات نظرهما حول إنشاء صندوق أوروبي لمساعدة البنوك على تجاوز الأزمة العالمية، وأعلنت ميركل أنها تعارض اقتراح "برلسكوني" حول إنشاء الصندوق المشترك وقالت نحن نحتاج إلى مقاربة متماسكة لأننا ننتمي إلى منطقة نقدية واحدة ولكن بتعين على كل بلد أن يتحمل مسؤولياته في هذا الإطار. أما برلسكوني فقد دعا إلى إنشاء الصندوق وقال لدينا عملة مشتركة وعلينا أن نتصرف بشكل منسق من أجل إدارة الأزمة ودعم النظام المالي حتى لا يعاني أحد من خسائر. وفي ألمانيا وضعت الحكومة خطة بقيمة 480 مليار يورو منها 80 مليار يورو خصصت إلى صندوق إعادة رزمة البنوك و 400 مليار يورو إلى ضمان القروض ما بين البنوك وكذلك رصدت الحكومة أموالاً بهدف معالجة أعمق ركود على الإطلاق وإحداث استثمارات في البنى التحتية وإجراء تخفيضات ضريبية متواضعة وتقديم المساعدة لصناعة السيارات المتعثرة في البلاد، واعتقدت الحكومة

الألمانية أنها ليست بحاجة إلى شوط ثاني من الإجراءات الوقائية والتحفيزية إلا أنه اتضح أن الاقتصاد الألماني ليس بمقدوره مقاومة مجريات الأحداث<sup>1</sup>.

ث. **أيسلندا ومواجهتها للأزمة:** أيسلندا هي الدولة التي تعتمد على البنوك كثيرا في هذا العالم فقد أجبرت على تأميم ثلاث من مؤسساتها المالية (كوبنغ، غليتنير، لابنانسكي) في الفترة ما بين نهاية سبتمبر وبداية أكتوبر 2008 وذلك قبل أن تقوم بتقديم طلب للحصول على قرض من صندوق النقد الدولي ، وأعلنت أيسلندا أنها تتفاوض مع روسيا على الحصول على قرض مقداره 4 مليارات يورو لمعالجة الأزمة المالية في البلاد وكذلك أعلن البنك المركزي الأيسلندي أنه أقرض البنك الأكبر في البلاد مبالغ ضخمة لحماية من الأزمة العالمية<sup>2</sup>.

ج. **اليونان ومواجهتها للأزمة:** في 8 مارس 2010 التقى رئيس وزراء اليونان مع وزير الخارجية الأمريكية قبل اجتماعه المقرر بالرئيس " أوباما " وحث مجموعة العشرين على كبح جماح المضاربين في الأسواق وأشادت "كلينتون" بالخطة التي اتخذتها الحكومة اليونانية في معالجة تداعيات الأزمة وأن اليونان لم يطلب مساعدات من الو.م.أ ، وأضافت "كلينتون" بأن الو.م.أ تعمل مع مجموعة العشرين من أجل تغيير القواعد التنظيمية المتحكمة في بعض الأدوات المالية التي استخدمت بشكل مضر لليونان والدول الأخرى ومن ضمنها الو.م.أ. وفي 13 مارس 2010 عقدت الحكومة اليونانية جلسة للبحث في الوضع الاقتصادي الصعب الذي تواجهه اليونان حيث نقلت وكالة الأنباء اليونانية أن رئيس الوزراء اليوناني لا يستثنى اللجوء إلى صندوق النقد الدولي في حالة عدم تقديم دعم اقتصادي من الاتحاد الأوروبي وفي هذا الاجتماع تم النظر في اتخاذ بعض القرارات التي تقضي بتخفيض بعض النفقات الحكومية بقيمة 2.4 مليار يورو لسنة 2010 واتخذ أيضا قرار يقضي بتوفير مداخيل جديدة بنفس قدر هذا المبلغ وهذا ما يؤدي إلى تقليص العجز في الميزانية لسنة 2010 من 12.7% إلى 8.7% ومن هذه الإجراءات زيادة في الضرائب وخفض النفقات. ومن الواضح أن مجموع ما تم تقليصه من النفقات في سنة 2010 بلغ 16 مليار يورو ومن ضمنها 10 مليار يورو في إطار برنامج الاستقرار والتنمية و 2.1 مليار من رزمة الإجراءات الأولى و 4.8 مليار تشكل الرزمة التي اتخذتها الحكومة في اجتماعها الأخير وبناء على الإجراءات الإضافية التي اتخذتها الحكومة اليونانية فقد انخفض سعر الدولار مقابل اليورو وسجل سعر الذهب ارتفاعا في بورصة نيويورك. ومن جهة أخرى دافع وزير مالية اليونان عن خطط حكومته بخفض العجز إلى اقل من 3% حتى سنة 2012 وقد أخفق زعماء أوروبا في قمتهم الاستثنائية المنعقدة في بروكسل في الربع الأول من سنة 2010 في تقديم أي التزامات مالية محددة لليونان.

1 : علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره، ص 72.

2 : نفس المرجع السابق ، ص 73.

3 : علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 90 - 92.



ح. فرنسا ومواجهتها للأزمة<sup>1</sup>: كشف الرئيس "ساركوزي" عن خطة إنعاش اقتصادية بقيمة 62 مليار يورو بحيث يخصص منها 10.5 مليار للاستثمارات العامة والدعم للشركات ولقطاع صناعة السيارات، وقال إن الأزمة التي تصيب الاقتصاد الفرنسي ليست أزمة عابرة بل هي أزم تصيب الهيكل البنوي للاقتصاد ولذلك يجب علينا أن نرد عليها بقوة وسرعة والرد السليم هو الاستثمار وتنشيط قرارات الاستثمار العامة الإضافية المجمدة بقيمة 10.5 مليار يورو والتي خصصتها الدولة والسلطات المحلية والشركات العامة الكبرى لكي تستثمر في البنى التحتية للنقل كالطرق البرية والسكك الحديدية ، وأضاف ساركوزي من احد مراكز الصناعة للسيارات أن حكومته ستقوم ببذل جهدها لإنقاذ قطاع صناعة السيارات الذي يمثل 10% من القوة العاملة الفرنسية. وفي إطار هذه الإجراءات أعلن عن منح المستهلكين مبلغ ألف يورو لكل من يشتري سيارة جديدة قليلة التلوث لاستبدالها بسيارة تعود على أكثر من عشر سنين وذلك من أجل تنشيط وتحفيز مبيعات السيارات حيث يوجد في مستودعات سيارات "بيجو" و"رينو" ما يقارب مليون سيارة.

ولذلك أعلن عن تشكيل صندوق قيمته 300 مليون يورو لإعادة هيكلة قطاع السيارات وقامت الدولة بضمان القروض التي تمنحها هيئات تمويل صناعة السيارات وفي حدود مليار يورو وحذر الرئيس "ساركوزي" شركات السيارات الفرنسية من نقل مراكز إنتاجها إلى الخارج لأنها تتعارض مع دعم الدولة ولن تكون مساعدة من دون مقابل. وتم الإعلان عن رصد 11.5 مليار يورو للإسراع في دفع الديون المستحقة للشركات الفرنسية على الدولة والتي تتكون من فائض في الواردات الضريبية وذلك من أجل مساعدة هذه الشركات ، ويندرج في الخطة أيضا إجراءات أخرى تتعلق بقطاع الإسكان والبناء حيث تولي الدولة اهتماما ببناء أو شراء مئة ألف مسكن اجتماعي خلال العامين المقبلين 2009 و 2010 وتقديم مساعدة مقدارها 200 يورو في نهاية مارس 2009 على العائلات الأكثر فقرا وفيما يتعلق بالتوظيف أعفت الدولة الشركات الصغرى من الأعباء المترتبة على أصحاب العمل نتيجة لاستخدامهم موظفين جدد سنة 2009.

وتبلغ قيمة الخطة الفرنسية 1.3% من الناتج القومي الإجمالي الفرنسي ولكن هذه الإجراءات ستزيد من العجز في الموازنة العامة الفرنسية حيث يتوقع مصدر في الرئاسة الفرنسية أن يصل العجز في سنة 2009 4% من الناتج القومي الإجمالي وهذا ما يتجاوز بكثير الحد الأقصى التي تنص عليه القوانين الأوروبية وهو 3%.

وفي أواخر سبتمبر 2008 ألقى ساركوزي خطابا ركز فيه على النقاط التالية:

- إن الاضطرابات الاقتصادية التي أوجدتها الأزمة في الأسواق المالية الأمريكية وضعت نهاية لاقتصاد السوق الحر.

1 : علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره ، ص 74.

- اقتراب نظام العوامة من نهايته مع شلل النظام الرأسمالي الذي فرض منطقه على الاقتصاد بأسره وساهم في انحراف مساره.
- إن فكرة القوة المطلقة للأسواق ومنع تقييدها بأي قواعد أو بأي تدخل سياسي كانت فكرة مجنونة وفكرة أن السوق دائما على حق هي كذلك فكرة مجنونة.
- وفي المحصلة طالب "ساركوزي" بإصلاح النظام الرأسمالي الذي تكشف عيوبه من خلال الأزمة المنتشرة في الأسواق المالية وطالب أيضا بجعل الرأسمالية أخلاقية وذلك من خلال السير في الطريق الصحيح الذي يقود إلى خدمة التنمية الاقتصادية وقوى الإنتاج والابتعاد عن المضاربة.

### 3. الجهود الآسيوية:

#### أ. الصين ومواجهتها للأزمة<sup>1</sup>:

قامت الصين ببرنامج حكومي تحفيزي كبير نفذت التزاماتها لقمة العشرين وزادت إنفاقها الحكومي بمبلغ 4 تريليون يوان (حوالي 586 مليار دولار) على الرغم من أن ذلك قد يؤدي إلى عجز في الميزانية يقارب 5% من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك من أجل تنشيط الطلب على الاستهلاك المحلي وهذه الخطة أعدت للتطبيق في فترات زمنية بدءا من الفصل الرابع من سنة 2008 مروراً بسنة 2009 وحتى سنة 2010 ، وفي مجالات الإسكان والبنى التحتية في الريف وأيضاً في النقل وحماية البيئة وفي تحسين السكك الحديدية وشبكات الكهرباء وتحسين الرعاية الصحية وبعض الأحوال الاجتماعية للمواطنين . توجّهت الصين إلى دعم هذه الميادين لأنها ستؤدي إلى تقوية مركزها التنافسي لأن الصين من أكبر عمالقة التصدير في العالم. و قد أدت زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة في الإقراض من قبل البنوك ونمو في الاستثمار تبعاً لذلك. مما كان له تأثير ملموس على نمو الاقتصاد. ومن خلال تبنيها برنامج حكومية طموحة موجهة إلى الداخل أي إلى تحفيز الطلب الداخلي وهو ما تستطيع أي حكومة التأثير فيه أكثر من قدرتها على التأثير على الطلب القادم من الدول الأخرى حيث حققت هذه الدولة سنة 2009 نسبة نمو مرتفعة بـ 8,7%.

وقد أعلن البنك المركزي الصيني الخفض الخامس لأسعار الفائدة منذ سبتمبر 2008 حتى ديسمبر 2008 وذلك من أجل إضفاء المرونة على سياسة الائتمان ودعم الاقتصاد الصيني الذي يعاني من انخفاض في معدلات النمو وكذلك من أجل تنشيط الطلب على الاستهلاك المحلي والحد من معدلات الادخار المرتفعة عند المواطنين الصينيين حيث أن المؤسسات المالية الصينية

- علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 80-83.

أدركت أن تشجيع الطلب المحلي على المنتجات الصينية يمكن أن يعوض ضعف الطلب الخارجي عليها بسبب الأزمة المالية وعدم الاعتماد على الصادرات كعامل رئيسي في تقدم الاقتصاد الصيني.

وكذلك قرر البنك المركزي الصيني خفض حجم الاحتياطات الإلزامية للبنوك بنسبة نصف في المئة اعتباراً من الأسبوع الأخير من شهر ديسمبر 2008 وهذا يعني ضخ نحو 30 مليار يورو في الاقتصاد وخاصة في الائتمان.

وتستطيع الصين تفعيل خططها وبرامجها التنموية وذلك لسلامة ماليتها العامة حيث ناذرا ما يتجاوز العجز 3% وفي أغلب الأحيان يتم تنفيذ الموازنة المالية بفائض أما مديونية الدولة في الصين فهي متدنية إذ لا يتجاوز معدل الدين بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي 20% مقابل 80% في الو.م.أ، 75% في الاتحاد الأوروبي.

ب. **اليابان ومواجهتها للأزمة:** قامت الحكومة اليابانية بوضع خطة تقدر تكلفتها ب 16.7 بليون دولار لشراء أسهم في عدة شركات يواجه وجودها تهديدا خطيرا من الأزمة المالية العالمية ويمكن اعتبارها أيضا خطوة جيدة وجديدة لتخفيف أزمة الائتمان التي حرمت صناعات رئيسية من السيولة وكذلك قام البنك المركزي الياباني بشراء سندات تجارية لمساعدة الشركات للحصول على السيولة وعرضت الحكومة أموالا على البنوك وذلك من أجل مساعدتها على تقديم المزيد من القروض على أن انخفاض الصادرات وحالة الركود في أسواق الائتمان لا تزال تهدد الشركات الصناعية التي تعتبر العمود الفقري للاقتصاد الياباني وأقر الحزب الحاكم وأحزاب المعارضة في اليابان وفي 2009/1/27 موازنة إضافية مقدارها 53 بليون دولار لتمويل خطط الحكومة لحفز الاقتصاد وسط كساد متعظم<sup>1</sup>.

ت. **الهند ومواجهتها للأزمة:** قامت الهند بوضع برامج إنعاشية تؤدي إلى دعم الطلب الداخلي كنتيجة لتقلص دور الطلب الخارجي علما أن معدل النمو لم يتجاوز 7% خلال سنة 2008 . 2009 بدلا من أكثر من 9% كمتوسط للسنوات الثلاث السابقة. وقامت الدولة بتخصيص بعض نفقات الدعم من أجل تحسين أوضاع صغار الفلاحين وتحسين أوضاعهم المالية ومن أجل تحديث وتطوير التجهيزات الأساسية وكذلك قامت الدولة بتوجيه الاهتمام للإنفاق العسكري وذلك نظرا للظروف الأمنية المضطربة وجميع هذه الأمور أدت إلى ارتفاع العجز في الموازنة إلى حدود 6% من الناتج المحلي الإجمالي عوضا عن النسبة المتوقعة وهي 2.5%.

ث. **كوريا الجنوبية ومواجهتها للأزمة<sup>2</sup>:** تنضم كوريا الجنوبية للجهود العالمية لدعم البنوك والأسواق التي تعصف بها أكبر أزمة مالية منذ الكساد العظيم 1929 فقامت الحكومة بتقديم 130 مليار دولار للمحافظة على استقرار القطاع المالي

1 : علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره ، ص 86.

2 : رمزي محمود ، مرجع سبق ذكره ، ص 101.

حيث جاء القرار الكوري هذا بعد إعلان الزعماء الأوروبيين والأمريكيين عزمهم لعقد سلسلة لقاءات قمة عالمية لوضع خطة عمل تتصدى للأزمة العالمية. وقد أوضحت وزارة المالية أن الخطة تشمل ضمانات حكومية ائتمانية وضخ مزيد من الأموال بهدف زيادة سيولة القطاع المصرفي ودعم المصدرين في إطار الجهود العالمية لتحقيق استقرار الأسواق المالية. كما ستقدم الحكومة ضمانات بقيمة مائة مليار دولار لتعاملات البنوك في الصرف الأجنبي مع البنوك الدولية لمدة ثلاثة سنوات وإضافة إلى تلك الضمانات سيوفر البنك المركزي الكوري سيولة بقيمة 30 مليار دولار للبنوك المحلية والمصدرين وذلك من الاحتياطي النقدي للبلاد. وعلى الصعيد ذاته أعلنت الحكومة أنها ستضخ حوالي 750 مليون دولار إضافية في بنك التنمية الصناعية الكوري لدعم الشركات التجارية الصغيرة التي تعاني من ضائقة مالية.

#### 4. الجهود الخليجية : ويمكن إبرازها كالاتي<sup>1</sup>:

##### أ. السعودية ومواجهتها للأزمة:

- إعلان مؤسسة النقد السعودية عن توفير أية سيولة تحتاجها البنوك ومنحها خيار الاقتراض بما قيمته 75% من الأوراق الحكومية التي تبلغ قيمتها 53 مليار دولار كما خفضت معدلات الفائدة لتصبح 5% بدلا من 6% وكذلك خفض معدل الاحتياطي الإلزامي مقارنة بالودائع إلى 10% بدلا من 13% ثم إلى 7%، خفض سعر اتفاقيات إعادة الشراء إلى 5.5% ثم إلى 3% وللمرة الأولى منذ عام 2007 ويهدف دعم السيولة وتحريك عجلة سوق الائتمان.

- ضخ ودائع بقيمة 3 مليار دولار في بنوك تواجه صعوبات في التكيف مع الاضطرابات المالية العالمية كمرحلة أولى للحد من ضغط السيولة.

##### ب. الإمارات ومواجهتها للأزمة:

- منح البنك المركزي قروضا قصيرة الأجل بمقدار 13.6 مليار دولار ثم خصص تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية كما تم إعادة شراء كل شهادات الايداع التي تبقى عن مدتها 14 يوم، إلغاء السحب على المكشوف ولمدة أسبوع من الحسابات الجارية قصد إقامة السيولة للبنوك في الأجل القصير ، ضخ 70 مليار ريال إماراتي كمرحلة ثانية في 15 أكتوبر 2008.

- ضخ 6.8 مليار دولار في إطار تسهيل بقيمة 70 مليار درهم للتمويل الطارئ.

- تقديم تسهيلات للبنوك التجارية لتلبية احتياجاتهم من السيولة ومن خلال عرض تسهيلات مبادلة الدرهم الإماراتي بالدولار الأمريكي كما خفضت سعر إعادة الشراء لمرات عدة، وضخت أكثر من 2 مليار دولار في النظام المصرفي.

<sup>1</sup> : فريد كورتل، الأزمة المالية وآثارها على الاقتصاديات العربية ، على الموقع الإلكتروني: [www.kantakji.com/media/6894/595.pdf\(07/02/2017\)](http://www.kantakji.com/media/6894/595.pdf(07/02/2017))

- زادت إنفاقها في ميزانية سنة 2009 بنسبة 21%.

ت. البحرين ومواجهتها للأزمة:

- زيادة ضمان الودائع المصرفية إلى 20 ألف دينار كحد أقصى مقارنة مع المستوى السابق 15 ألف دينار.

ث. الكويت ومواجهتها للأزمة:

- تخفيض سعر الخصم القياسي إلى 4.5% بدلا من 5.7% ثم ضخ السيولة بمقدار مليار دولار مما أدى إلى انخفاض معدلات الاقتراض بين البنوك.

- تم إعداد مشروع للاستقرار المالي تضمن أمور كثيرة في مجال ضمان الودائع وقوانين الشركات وغيرها.

ج. قطر ومواجهتها للأزمة: بغية تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10 و 20% من رأس مال البنوك المدرجة في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملاءة المالية للبنوك ثم شراء أسهم محلية لدعم أسعار البورصة خاصة بعد الانخفاض المستمر في البورصة، خفض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وهو نفس الإجراء الذي اتخذته دول المجلس لتقليل تكلفة التمويل.

### ثالثا: الحوكمة على صعيد القمم العالمية لمواجهة الأزمة المالية العالمية:

1. قمة باريس 10 أكتوبر 2008<sup>1</sup>: قمة أوروبية ضمت ألمانيا وإيطاليا وفرنسا وبريطانيا واعتمدت خطة استعجالية تقدم للدول الأوروبية الأخرى، حيث رفضت القمة اقتراح الرئيس "ساركوزي" بخصوص تأسيس صندوق أزمات بمبلغ 300 مليار أورو (450 مليار أورو)، فقد تم الاجتماع وسط قلق من عواقب اتخاذ كل دولة إجراءات انفرادية لمعالجة الموقف إلا أن النتيجة جاءت باتفاق الزعماء على العمل معا وفي اليوم التالي أعلنت ألمانيا أنها قدمت ضمانا للاستثمارات الخاصة في بنوكها فقد حذرت حكومة ألمانيا حذو إيرلندا التي قررت حكومتها في الأسبوع الأخير من شهر سبتمبر 2008 تقديم ضمانا بنسبة 100% في بنوكها. وحتى اليونان أرادت أن تقوم بنفس الخطوة الأيرلندية وكذلك النمسا والدانمارك. أما الدول التي لم تنوي القيام بمثل هذه الخطوة فهي تقول أن بنوكها أصبحت في الجانب الخاسر في عملية المنافسة. ويعود السبب في قيام الحكومات بتقديم مثل هذه الضمانات إلى أن الحكومات يمكن أن تخسر الكثير إذا انهارت البنوك في بلدانها، ففي أيرلندا أتمت بنك "كيفن" وهذا بسبب مخاطر المستثمرين المحليين للعودة إلى الاستثمار في هذا البنك كما تعين على الحكومة الألمانية أن توظف 70 مليار دولار في أكبر بنوكها المقرضة "هايو" وفي فرنسا وافق بنك "بي أن بي" على شراء 75% من حصة بلجيكا

1: ضياء مجيد الموسمي، عولمة الحوكمة المالية، دار هومة للنشر، الجزائر، 2013، ص ص: 23-24.

ولوكسمبورغ في مجموعة فورتس المالية الأوروبية المتهاوية. هذه الإجراءات الطارئة تسببت في تراجع حاد في أسعار الأسهم في الأسواق المالية يوم 2008/10/06.

2. قمة وزراء مالية الاتحاد الأوروبي في لكسمبورغ 07 أكتوبر 2008<sup>1</sup>: كان اجتماع وزراء المالية الاتحاد الأوروبي في لكسمبورغ يضم 27 دولة أوروبية لوضع إستراتيجية لحل الأزمة ودعم البنوك الأوروبية ، فقد وافق الوزراء خلال اجتماعهم على توفير ضمانات لحساب التوفير وقد استجابت أسواق المال الأوروبية بشكل إيجابي إلى حد ما إلى القرارات التي أعلنها ممثلو الاتحاد الأوروبي لحماية إيداعات البنوك. وكانت هناك معطيات من صندوق النقد الدولي باتخاذ إجراءات جذرية لوقف أزمة الائتمان داعياً إلى تنسيق الجهود ومن الخيارات التي طرحت هي أن تقوم البنوك المركزية بخفض سعر الفائدة في وقت واحد كما حصل بعد هجمات 11/09/2001. وقد أعلنت البنوك المركزي في الو.م.أ وبريطانيا عن تخفيض نسبة الفائدة بـ 0.05 كما خفض بنك الصين نسبة الفائدة بـ 0.025 وقد أبدى بنك اليابان المركزي هذه الخطوات ولكنه لم يقم بتخفيض نسبة الخصم ، وكان وزير المالية البريطاني "مستر دارلنك" قد أعلن عن خطة بمقدار 90 مليار دولار لمساعدة المؤسسات المالية البريطانية المتعثرة. ورغم الإجراءات المنسقة وغير مسبوقه في خفض أسعار الفائدة استمرت أسواق المال الأوروبية في تواصل خسائرها في 08 أكتوبر افتتحت بورصة نيويورك بالإنخفاض وأغلقت أسواق الأسهم الأوروبية على انخفاض أيضاً. وفي اليوم أ. رفع أساتذة الاقتصاد خاصة من جامعة هارفرد وفي جامعة هيل وجامعة جورج تاون في واشنطن حلاً يلقي رواجاً بين الناس ولكن يصعب كثيراً على الحكومة الأمريكية وربما حتى الحكومة الأوروبية أن تلجأ إليه ويدعى بالحل السويدي وهو أن تدخل الحكومات لتأمين بنوك ومؤسسات مالية ، حيث المطلوب من حكومة الو.م.أ هو تأمين ملكية أغلب الأسهم وليس شبه تأمين كما في الخطة البريطانية لكن هذه الخطوة اعتبر بها الأخذ بما مرفوضاً من قبل إدارة الرئيس جورج بوش التي كانت ولا زالت تتمسك باقتصاد السوق الحرة.

3. قمة بروكسل 15 أكتوبر 2008<sup>2</sup>: اجتمع قادة الاتحاد الأوروبي لدراسة خطط استعجالية لإعادة الثقة إلى البنوك التي تأثرت بالأزمة المالية العالمية واستهدف اللقاء مقاربة وجهات نظر لتحديد أطر تحرك موحد لطمأنة الأسواق المالية في المنطقة وقد سبق رئيس الوزراء البريطاني "غوردن براون" القمة بالدعوة إلى إصلاح صندوق النقد الدولي وإنشاء نظام مبكر للاقتصاد الدولي. ومن جهة أخرى قال رئيس المفوضية الأوروبية "جوزيه مانويل باروسو" أن إصلاح النظام المالي العالمي يتطلب تعاون دولي من أجل وضع لوائح وضوابط تقيد التجاوزات في أسواق المال الدولية بقيادة الو.م.أ وبالتأكيد سيختلف قادة الدول فيما بينهم حول تفاصيل وضع مثل هذا النظام لأن كل دولة في الوقت الحاضر تسير وفق نظام خاص بوضعها المالي لكن المطلوب

1 : ضياء مجيد الموسمي، مرجع سبق ذكره، ص ص : 25 - 29.

2 - نفس المرجع السابق، ص ص : 29 - 32.

هو أن يكون هناك جهاز مراقبة عام أو دولي لكل هذه الدول ولكل العالم من أجل إصلاح مالي دولي. كما وافقت القمة الأوروبية على إنشاء نظام لمراقبة مالية على مستوى الاتحاد الأوروبي في إدارة الأزمة كما وافقت القمة على خطة الاتحاد الأوروبي حول مكافحة التغيرات المناخية.

4. قمة وزراء مالية مجموعة السبع الصناعية وواشنطن 10 أكتوبر 2008<sup>1</sup>: وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى في اجتماعها يوم 10 أكتوبر في العاصمة الأمريكية خطة تحرك من خمس نقاط لمواجهة الأزمة المالية العالمية كما تعهد أعضاؤها بالعمل على منع إفلاس البنوك المركزية كما تعهد المجتمعون بمواصلة العمل معا من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي. كما تعهدت مجموعة مجموعة السبع باتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة والرساميل فضلا عن المطالبة بتحركات ملموسة لاستعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم عن طريق تقديم ضمانات قوية ومتناسكة من قبل السلطات العامة.

5. الاجتماع السنوي لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي 10/10-12/10/2008<sup>2</sup>: التقى وزراء مالية ومحافظو البنوك المركزية من مختلف دول العالم في واشنطن لحضور الاجتماع السنوي لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي وذلك في ظل أزمة مالية عاشتها الاقتصاديات العالمية. تأتي هذه الاجتماعات لتذكر العالم بتلك التي عقدت في بريتون وودز حيث تمخض عن تلك الاجتماعات نظام نقدي دولي يهدف إلى تنظيم العلاقات المالية بين الدول المستقلة كما قامت على أساسه نواة المؤسسات المالية الدولية صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. وطرح الاجتماعات خلال الفترة من 10 إلى 12 أكتوبر 2008 سؤالاً هاماً: هل سيتوقع العالم الوصول إلى اتفاقية كتلك التي أبرمت في بريتون وودز سنة 1944 لتكوين نظام مالي عالمي جديد؟

فما هو الثمن الذي يطلبه المدير العام لصندوق النقد الدولي من أجل تحقيق اتفاقية جديدة مثل تلك التي تمت في بريتون وودز؟ يؤكد المدير العام لصندوق النقد الدولي "دومينيك ستراوس" إن الثمن لن يكون سهلاً ولكن ضرورياً، الرسالة الأولى هي التنسيق للحلول المحلية ولا للبحث عن حل قومي.

خلال الاجتماع السنوي في 10/10/2008 طالب مدير صندوق النقد الدولي الحكومات بضمان الالتزامات المالية لمواجهة ما يمر به الاقتصاد العالمي من أزمة مالية وذلك في الوقت الذي تدرس فيه الو.م.أ والدول الأوروبية اعتماد ضمانات بمليارات الدولارات من الديون المصرفية لتهدئة الأسواق. ولم يقصر رئيس البنك الدولي "دومينيك ستراوس كان" مطالبته بضمان ودائع

1 - ضياء مجيد الموسمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 32-36.

2 - نفس المرجع السابق، ص ص: 36 - 43.

بنوك التجزئة فقط بل يريد أن تتوسع لتشمل ودائع ما بين البنوك وسوق النقد بحيث يمكن استئناف النشاط في هذه الأسواق وقال بأن ينبغي أن تكون خطوة كهذه مؤقتة وتشمل ضمانات مثل تشديد الرقابة وفرض قيود على أسعار الودائع المصرفية وأوضح أن القطاع الخاص غير قادر على استعادة الثقة بالاعتماد على أنفسهم دون تحركات تدعمها وتضمنها الدولة. وشدد على أن الحاجة تقتضي تدخلا حكوميا واضحا وشاملا وتنسيقا بين الدول مشيرا إلى أن المؤسسات المالية باتت تغطي العديد من البلدان ، وكان الصندوق قد أعلن في 2008/10/10 أي في أول أيام الاجتماع عن إعادة تفعيل القروض العاجلة للدول التي تتقدم بطلب للحصول عليها في مواجهة الأزمة المالية العالمية على أن تكون ضمن برامج تمويل ميسرة تتمحور حول أولوية الرد على الأزمة. وتأتي تصريحات مدير صندوق النقد الدولي بعد مرور يوم واحد من إعلان البنوك المركزية الرئيسة خفض أسعار الفائدة بنسبة 0.05 وضح أموال طائلة في الأسواق المالية لتفادي الوقوع ركود اقتصادي .ومن المعروف أن البنك الدولي يقدم مساعدات تنمية وسيستمر في هذا المجال كما أن الصندوق قدم قروضا إلى الدول التي تكون بحاجة ماسة إليها. وفي مؤتمر صحفي يوم 2008/10/11 مع ديري صندوق النقد الدولي والبنك الدولي حذر رئيس البنك الدولي من أن الدول النامية ستواجه مشاكل في المستقبل القريب واعتقد أن 28 دولة ستواجه مشاكل ودعا هذه الدول بمواجهة هذه المرحلة بمزيد من الاعتماد على النفس والعمل على تدبير خطط من دون الاعتماد على مساعدات خارجية نتيجة انشغال الدول الغربية بحل أزماتها المالية الخاصة بها، وأبدى استعداد البنك الدولي لتقديم المساعدة لعلها تتمثل بوضع خطط طوارئ ودعم الدول التي قد تتأثر جراء الأزمة المالية العالمية، ودعا مدير صندوق النقد الدولي الدول المانحة إلى عدم التوقف عن دعم الدول الفقيرة في إفريقيا وآسيا وتركها تعاني من ارتفاع تكاليف الغذاء ومخاطر المجاعة لمفردها ورحب "ستراوس" بالخطوة التي انتهى إليها وزراء مالية الدول السبع الكبار يوم 2008/10/11 ونصح الدول والجهات المانحة إلى عدم تحول الأزمة المتفاقمة إلى عائق في سبيل التزامات تلك الدول والجهات حيال العالم النامي مركزا على مضاعفات الأزمة على مشكلات الغذاء بالنسبة لما وصفه بالدول الناشئة في آسيا وإفريقيا.

**6. قمة أمريكية أوروبية واشنطن 18 أكتوبر 2008<sup>1</sup>:** بحث الرئيس الأمريكي "جورج بوش" مع نظيره الفرنسي "نيكولا ساركوزي" تطورات الأزمة المالية العالمية أثناء قمة جمعتهما في 2008/10/18 في واشنطن بمشاركة رئيس المفوضية الأوروبية "جوزيه مانويل باروسو". وفي مؤتمر صحفي عقده الرئيس "بوش" مع نظيره الفرنسي ورئيس المفوضية الأوروبية قال بوش: إن الو.م.أ تتخذ خطوات من أجل إعادة الثقة للأسواق المالية وإنه على اتصال مع رئيس اليابان الذي تتولى بلاده رئاسة قمة مجموعة الثماني، وأضاف بوش أنه من المهم الحفاظ على أسس النظام الرأسمالي وتجنب عزل الاقتصاديات عن بعضها البعض. وأضاف ساركوزي أن جئنا إلى هنا بالنيابة عن أوروبا لنقول لأمريكا أننا معكم وأنا نريد تجاوز المشكلة معا. ومن

1 : ضياء مجيد الموسمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 43- 45.



جانبه تحدث رئيس المفوضية الأوروبية باروسو عن الإجراءات التي اتخذتها أوروبا من أجل حل الأزمة العالمية وأكد أن حلها يحتاج إلى تنسيق عالمي عالي المستوى. وكان بوش قد جدد تأكيده على أن التدابير التي اتخذتها إدارته ستستغرق وقتا حتى تحقق هدفها، كما أكد أن تدخل الحكومة كان محدودا في حجمه وقيمتها ومدتها فهي تشتري فقط نسبة صغيرة من أسهم البنوك وسيحدد نطاق تدخلها ولن تفرض سيطرتها كما أكد انه لن يكون للموظفين الاتحاديين حق التدخل في مجالس إدارات البنوك والمؤسسات المالية المتعثرة التي تشتري الحكومة نسبة من أسهمها إلا بما يحفظ حقوق دافعي الضرائب وإن للبنوك الحق في إعادة شراء حصصها لاحقا وقال : إن ما يحدث الآن ليس استحوادا ولا نهدف إلى تقويض الاقتصاد الحر.

7. قمة باريس لدول منطقة اليورو 12 أكتوبر 2008<sup>1</sup>: دعت القمة إلى أن تعمل كل دولة على ضمان الودائع وضخ الأموال في البنوك المتضررة لتفادي أي إفلاس ومساهمة الدول في رأس مال البنوك حيث انعقدت في 2008/10/12 في محاولة لتنسيق الجهود فيما بين دول اليورو لاتخاذ خطط تنسيقية جديدة من أجل منح الثقة للمؤسسات والمتعاملين قبل فتح الأسواق المتردية يوم الإثنين 2008/10/13، حيث كان هناك نموذجين مطروحين أمام القمة: النموذج الأمريكي الذي لا يجده أحد المجتمعين والنموذج البريطاني الذي يتحدث عنه الأعضاء المجتمعون في باريس حيث أن المجموعة الأوروبية تميل على النموذج البريطاني والأرجح أن هذه الدول ستؤكد على إتباع نهج مشابه للنهج البريطاني أي نهج تأمين جزئي للبنوك المتعثرة عبر ضخ أموال من الدول وحتى تعطي ألمانيا الثقة للدول الشريكة لها فإنها أبدت استعدادا أن تخصص خطة وطنية ألمانية لضخ ما يعادل 400 مليار يورو. وأضاف الاجتماع أن سيحاول التنسيق بين الآليات الوطنية حتى لا تكون آلية في بلد ما على حساب دولة أخرى ، فالقمة تسعى إلى تكريس خطة شاملة لأن العالم في مواجهة أزمة عالمية من نوع خاص يحتاج إلى حلها إلى جواب عالمي منسق لكن على مستوى أوروبي في هذه القمة من شأنه أن يخلق مزيدا من الثقة عبر تنسيق السياسات الوطنية من خلال اتخاذ مزيد من الثقة عبر تنسيق السياسات الوطنية من خلال اتخاذ مزيد من الاحتياطات في معالجة أوضاع المؤسسات المتعثرة وإعطاء الثقة لضمان الحكومات الأوروبية لمدخرات المودعين والطبقة الوسطى. وفي نهاية القمة قال الرئيس "ساركوزي" إن الدول 15 الأعضاء في منطقة اليورو قد توصلت على اتفاق يتناول جميع مظاهر الأزمة المالية العالمية تهدف هذه الخطة إلى ضمان القروض بين البنوك وتوفي رأس مال حكومي لحماية رأس المال المؤسسات المالية المتعثرة ويتوقع أن تكون فرنسا، ألمانيا وإيطاليا في طليعة الدول اليورو التي ستعلن عن كيفية تطبيق الخطة التي توصلت إليها قمة الدول 15 في اجتماعها الاستثنائي في باريس والتي تقضي بتوفير مئات المليارات من الدولارات على شكل ضمانات حكومية كما تضمن القروض المتبادلة بين البنوك وتوفير السيولة الحكومية لحماية المؤسسات المالية المتعثرة.

1 : ضياء مجيد الموسمي، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 45 - 52.

وبعد اختتام القمة دعا الرئيس الفرنسي ساركوزي إلى عقد قمة عالمية كما دعا رئيس الوزراء البريطاني "كولدن براون" زعماء العالم إلى التكتاف من أجل إعادة صياغة نظام بريتون وودز الذي يقوم عليه النظام المالي العالمي بما يتفق مع اتجاه العولمة حيث قال "براون" أن الأزمة المالية العالمية تثبت ضرورة إقامة نظام مالي جديد.

8. قمة بكين 24 أكتوبر 2008<sup>1</sup>: هي قمة أوروبية آسيوية في بكين لمناقشة سبل توسيع التعاون لاستعادة ثقة المستثمرين وتقويتها وتجاوز تداعيات الأزمة العالمية ويضم الاجتماع 16 دولة آسيوية إضافة إلى دول الاتحاد الأوروبي وهي دول بحري فيها 60% من المعاملات التجارية الدولية. اجتمع زعماء آسيويين وأوروبيين في 24 أكتوبر ولغاية 26 لتعزيز ثقة الأسواق التي عصفت بها الذعر خشية ركود عالمي حيث تعهد الزعماء في مسودة البيان الختامي بإعادة صياغة النظام المالي العالمي ومنح صندوق النقد الدولي دورا قياديا في مساعدة الدول الأكثر تضررا من الأزمة العالمية. كما دعت مسودة البيان الختامي صندوق النقد الدولي والمؤسسات المالية المماثلة للعمل فورا على دعم استقرار البنوك المتعثرة ووقف انهيار أسواق الأسهم الإقليمية. والهدف الرئيسي لأوروبا في بكين يتمثل في حشد الدعم الآسيوي لتشكيل جبهة موحدة في قمة سيستضيفها الرئيس الأمريكي "جورج بوش" في واشنطن 15 نوفمبر 2008 بشأن الأزمة، كما طالبت المستشار الألمانية "أنجيلا ميركل" خلال قمة بكين بتشديد الرقابة على أسواق المال كخطوة تهدف إلى تجاوز الأزمة وأكدت على أن صندوق النقد الدولي عليه أن يقوم بدور المراقب لاستقرار النظام المالي العالمي وشددت ميركل على أهمية التصدي لما سمتها المساعي الأحادية الرامية إلى تحقيق نجاح قصير المدى إضافة إلى دعوتها لتحقيق المزيد من الشفافية لتفادي حدوث أزمات مستقبلية.

#### 9. قمة العشرين واشنطن 15 نوفمبر 2008:

قبل نشوء الأزمة المالية العالمية كانت دول مجموعة العشرين<sup>2</sup> تكتفي بعقد اجتماع سنوي لوزراء المال وحكام البنوك المركزية ولكن بعد اندلاع الأزمة قامت مجموعة العشرين بعقد أول قمة على مستوى القادة في واشنطن وفي منتصف نوفمبر 2008 حيث كانت فرنسا ترأس الاتحاد الأوروبي فقام الرئيس "ساركوزي" بتمثيله، كما شارك في أعمال هذه القمة أربع منظمات دولية هي صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، والأمم المتحدة ممثلة بأمينها العام والمفوضية الأوروبية بالإضافة إلى إسبانيا

1 : ضياء مجيد الموسمي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 53 - 56

2 \* : أنشأت مجموعة العشرين ( ألمانيا، كندا، الوم.أ، فرنسا، إيطاليا، اليابان، بريطانيا، إضافة إلى 12 دولة ناشئة: (السعودية، جنوب إفريقيا، الأرجنتين، أستراليا، البرازيل، الصين، كوريا الجنوبية، الهند، إندونيسيا، المكسيك، روسيا، تركيا) والعضو العشرين هو الاتحاد الأوروبي) في سنة 1999 بمبادرة من مجموعة الدول السبع الصناعية الكبرى الهدف منها هو تشكيل إطار يمكن فيه القوى الكبرى والدول الناشئة من العمل سويا لتسوية مختلف الأزمات حيث أنها تمثل 90% من الناتج المحلي الإجمالي و80% من التجارة العالمية وسكانها يمثلون ثلثي سكان العالم.

وهولندا. وأقر في المؤتمر حزمة من الإجراءات شملت 50 مجال ولكنها لم تتطرق إلى عملية تغير وإعادة تأسيس شامل للنظام المالي الرأسمالي العالمي وفيما يلي نذكر أهم هذه الإجراءات<sup>1</sup>:

- تنظيم ومراقبة نشاط الأسواق المالية والعاملين فيها والمنتوجات التي تتداولها مثل المشتقات المالية.
- تعزيز مكافحة الساحات المالية التي لا تبدي تعاوناً مع المجموعة الدولية.
- تكثيف تبادل المعلومات حول ساحات الأسواق والساحات المالية.
- التزام المجموعات بدراسة قضية وكالات تقدير الجدارة الائتمانية.
- عقد القمة القادمة في الثاني من من أبريل 2009 للتأكد من أن القرارات والمبادئ التي اعتمدت وجدت طريقها للتنفيذ.
- تنسيق عمليات تنشيط الاقتصاد العالمي.
- تحسين القواعد المنظمة لعمل الأسواق المالية .
- فتح المؤسسات الاقتصادية بوجه البلدان الصاعدة والبلدان السائرة في طريق النمو.
- رفض الاتجاهات الحمائية والدعوة إلى تسريع المفاوضات الجارية في منطقة التجارة العالمية في إطار جولة الدوحة.
- وضع قواعد لتنظيم عمل الصناديق التحوط الاستثمارية والتي كانت تعتمد على المضاربة في نشاطاتها الاستثمارية.
- توسيع دائرة تمثيل بلدان الجنوب في مؤسسات صندوق النقد الدولي.
- توفير المزيد من الشفافية في نظام مراقبة عمل الشركات.
- كما أشار البيان الختامي لقمة واشنطن بإعطاء أهمية كبرى لتعزيز التنسيق الدولي عبر انشاء مجموعة مراقبة يتشكل أعضاؤها من الأجهزة التنظيمية في كل بلد وذلك من أجل تشديد المراقبة على المؤسسات المالية الكبرى على الساحة الدولية حيث تواصل هذه المؤسسات المالية عملها وأنشطتها وتقييم المخاطر التي تواجهها وقد شمل هذا الإجراء مراقبة 0 مؤسسة مالية كبرى.

- تنمية التعاون المشترك لإعادة النمو إلى الاقتصاد الدولي

1 - علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 161 - 167.

- انجاز الإصلاحات الضرورية التي يتطلبها النظام المالي العالمي.
- إن الدول المتقدمة تحمل الدول النامية جزءا من الأسباب الأساسية التي أوجدت الأزمة المالية العالمية وذلك بسبب ضعف السياسات الاقتصادية الكلية التي تتخذها الدول النامية غير الممثلة في قمة العشرين وهذا إصرار من الدول المتقدمة على تحميل الدول النامية جزءا من المسؤولية عن وقوع الأزمة المالية العالمية.
- التأكيد على أهمية دور صندوق النقد والبنك الدوليين والبنوك الدولية متعددة الأطراف في مساعدة الدول المحتاجة إلى أموال مع ضرورة الإشراف الدولي على آليات هذه المؤسسات ومساعدتها بالمصادر المالية اللازمة لتمكينها من القيام بمسؤولياتها على أحسن وجه.
- ومن ضمن الإجراءات التي تم اتخاذها 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 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 عملتها مثل الصين على سبيل المثال أو الإنفاق على المشروعات العامة وذلك من أجل الحد من الركود الاقتصادي على مستوى العالم وتركت القمة إلى كل دولة لكي تتصرف على حدة.
- ومن المعروف أن قرارات قمة مجموعة العشرين التي عقدت في واشنطن كانت غير موفقة وحسب قادة مجموعة العشرين أن هذه القمة لا تشكل سوى خطوة أولى حيث فوضوا لوزرائهم إمكانية وضع مقترحات تفصيلية عن الإجراءات التي اتخذتها القمة وذلك من أجل عرضها في قمة لندن التي عقدت في 2 أبريل 2009.

**10. قمة العشرين لندن 02 أبريل 2009:** اجتمعت هذه القمة في الثاني من أبريل سنة 2009 وذلك بهدف إقرار تنسيق عالمي وإيجاد الحلول لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية على شعوب العالم والاتفاق على قواعد جديدة لترقيع وإصلاح النظام الرأسمالي والقيام أيضا بتعديل الإجراءات التي تم الاتفاق عليها في قمة واشنطن 2008، وقد تميز اجتماع هذه القمة بأنه كان بداية لتجاوز الهيمنة المطلقة للو.م.أ بصفة خاصة ومجموعة الثمانية بصفة عامة في إدارة النظام الاقتصادي العالمي (الو.م.أ، اليابان، ألمانيا، إنجلترا، فرنسا، إيطاليا، كندا، روسيا) وجرت في القمة مناقشات وجدل تركزت حول نقطتين محوريين<sup>1</sup>:

- النقطة الأولى وهي من وجهة نظر أنجلوسكسونية أي وجهة نظر الو.م.أ وإنجلترا وتدافع عنها الو.م.أ بدعم من إنجلترا وهي تدعو إلى المزيد من الإنفاق المالي وذلك من أجل زيادة الطلب على الاستهلاك والاستثمار مما يؤدي إلى إخراج الاقتصاد العالمي من الركود وهذا ما يؤدي إلى عجز الميزانية وزيادة المديونية.

- أما النقطة الثانية فهي التي تبناها الأوروبيون حيث دعت كل من فرنسا وألمانيا إلى أن الجهود يجب أن تتركز أولا على ضبط ومراقبة وتنظيم المؤسسات المالية وخاصة البنوك وصناديق المضاربة ويعتبر هذا التوجه أن الإسراف في الإنفاق سوف يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم وظهور اختلالات جديدة في الاقتصاد.

**11. قمة العشرين في بيتسبرغ 24-25 سبتمبر 2009<sup>2</sup>:** انعقد اجتماع قادة الدول العشرين للمرة الثالثة في بيتسبرغ 24 - 25 سبتمبر 2009 في مرحلة انتقالية حرجة (من الأزمة إلى التعافي الاقتصادي) ولقد أقر البيان الختامي أنه رغم كل التدابير المتخذة ظلت عملية الإصلاح والتعافي غير مكتملة في كثير من البلدان ومعدلات البطالة مرتفعة، واتفقت البلدان العشرين على القيام بكل ما يلزم لضمان الانتعاش وإصلاح الأنظمة المالية والحفاظ على التدفق العالمي لرؤوس الأموال وتعهده قادة الدول في هذا الاجتماع على الاستمرار في تطبيق الخطط التحفيزية لتأمين التعافي مع تجنب الانسحاب المبكر من تقديم هذه الحوافز بل التخطيط المشترك والمنسق لكيفية وقف العمل بتلك الخطط وتبنت القمة مجموعة من التدابير والقواعد الضرورية لتلبية احتياجات الاقتصاد العالمي في القرن الحادي والعشرين:

- إقامة نموذج نمو أكثر توازنا في مختلف البلدان مع الانتقال من المصادر العامة إلى المصادر الخاصة للطلب واعتماد سياسات الاقتصاد الكلي بما يتفق مع استقرار الأسعار وتعزيز الطلب العالمي.

<sup>1</sup> : علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره، ص 169.

<sup>2</sup> - بهية بوكروخ ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 162 - 163.

- التأكد من أن أنظمة ضبط البنوك والمؤسسات المالية خالية من التجاوزات السابقة التي أدت إلى الأزمة حيث لن يتم السماح بعودة الممارسات البنكية السابقة من سلوك متهور وغياب المسؤولية.
- الالتزام برفع معايير رأس المال مع وضع مقاييس دولية صارمة فيما يخص التعويضات الرامية إلى وضع حد للممارسات التي أدت إلى الإفراط في المخاطر مع تحسين سوق المشتقات المالية بالتراضي وإنشاء أدوات مالية تهدف إلى تحميل الشركات الكبرى مسؤولية المخاطر التي تتخذها.
- الاتفاق على تقديم المزيد من الأهمية للبلدان الناشئة والنامية فيما يتعلق باتخاذ القرار وهذا عن طريق نقل 5% من الحصص في صندوق النقد الدولي إلى الدول الناشئة والرامية.
- تبني صيغة ديناميكية في البنك الدولي والتي تعكس في المقام الأول الوزن الاقتصادي للدول المتطورة ومهمة البنك الدولي في مجال التنمية مع زيادة ما لا يقل عن 3% من حقوق التصويت المقدمة للدول النامية والناشئة.
- اتخاذ إجراءات جديدة لإعانة أفقر مواطني دول العالم وهذا عن طريق رفع فرصهم للحصول على الغذاء والوقود والتسهيلات المالية والعمل على تسريع التقارب بين مستويات المعيشة والإنتاجية في البلدان النامية والاقتصاديات الناشئة إلى مستويات الاقتصاديات المتقدمة وهذا من خلال الدعوة إلى إنشاء صندوق ائتماني في البنك الدولي لتمويل الاستثمارات في الأمن الغذائي.

12. **قمة العشرين كندا 26-27 جوان 2010<sup>1</sup>**: اجتمع قادة الدول العشرين في كندا للمرة الرابعة واتفق الأعضاء على مجموعة من الخطوات تهدف إلى ضمان العودة الكاملة لمستويات النمو والوظائف والتوصل إلى نمو عالمي متوازن قوي ومستدام وشددوا على التنسيق الجاري على الصعيد العالمي لمواجهة الأزمات إلى جانب المحفزات المالية والجبائية فقد أدت زيادة الموارد المخصصة للمؤسسات المالية الدولية إلى استقرار ومعالجة آثار الأزمة على الفئات الأكثر ضعفا في العالم وأضافوا أنه لا تزال هناك تحديات كبيرة تواجه الدول وأن التعافي هش وغير متساوي وأن تعزيز التعافي هو الحل وهذا عن طريق متابعة خطط التحفيز القائمة واستكمال الإصلاحات في المؤسسات المالية الدولية. وبهدف تحقيق نمو قوي ومستدام يجب تعزيز النظم المالية (تعزيز الطلب العالمي) وتعزيز الموارد المالية العامة وجعل الأنظمة المالية أكثر قوة وشفافية واتفقت المجموعة على وضع خطة عمل شاملة لدعم النمو وتشجيع تعافي قوي ومستدام. وركزت القمة على أهمية تقليص العجز الحكومي حيث تمت الدعوة للبلدان المتقدمة التي تعاني من عجز إلى زيادة مدخراتها الوطنية مع المحافظة على فتح الأسواق وتعزيز القدرة التنافسية للصادرات

<sup>1</sup> - بهية بوكروح ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 166- 167.

ووجوب تنفيذ التدابير على المستوى الوطني والتي يجب أن تتناسب وظروف كل بلد. أما فيما يخص إصلاح القطاع المالي فيجب بناء نظم أكثر مرونة والتي تخدم احتياجات اقتصاديات الدول وتقلل من المخاطر النظامية وتدعم النمو الاقتصادي وتعزز النظام المالي عن طريق تحسين الرقابة الاحترازية وتحسين إدارة المخاطر وتعزيز التعاون الدولي.

وتوالت اجتماعات مجموعة الدول العشرين من سنة لأخرى (سيول نوفمبر 2010، كان نوفمبر 2011، لوس كابوس جوان 2012، بيتسبرغ سبتمبر 2013) وذلك بغية تعزيز الانتعاش وترسيخ الثقة في الاقتصاد العالمي والسعي لتحقيق نمو دائم ومتوازن من خلال إتباع مجموعة من الإجراءات:

- تعزيز النزاهة في الأسواق المالية من خلال الربط بين نمط تسيير المخاطر ونمط عوائد المسيرين .
- تعزيز التعاون الدولي على ثلاث مستويات : الإشراف المالي، منتدى الاستقرار المالي وصندوق النقد الدولي، والمنظمين المحليين المحترمين لهذه القوانين.
- تعزيز شفافية ومسؤولية الفاعلين (كإصلاح المعايير المحاسبية لتقييم الأصول، شفافية الاصول خارج الميزانية والمنتجات المهيكلة)
- إصلاح المؤسسات المالية الدولية
- تعزيز التنظيم المالي حيث يهدف إلى توسيع محيط الضبط التحذيري، مراقبة وكالات التصنيف الائتماني، التخفيض من السلوك المسائر للاتجاهات الدورية في الأسواق المالية ، الحد من أثر الرافعة وتعميق الإشراف البنكي.

### المبحث الثالث : الاتجاه نحو الانتعاش وملاحمه

نعيد مرة أخرى أنه بعد ما تطرقنا لأهم الدراسات المتعلقة بالبورصة والنمو الاقتصادي من جهة ومن جهة أخرى دراسات متعلقة بالأزمات حيث تبين أن البورصة بين النمو الاقتصادي والأزمات ولاكتمال الدورة الاقتصادية وبعد ما خصصنا المبحث الثاني لتبيان حلول مواجهة الأزمة المالية العالمية دولياً ، سنخصص في هذا المبحث الثالث لكيف تم الاتجاه نحو الانتعاش وملاحمه وذلك على النحو التالي:

أولاً: تطور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات وتوقعها.

ثانياً: عوامل إضعاف دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمة المالية العالمية

ثالثاً: مؤشرات الانتعاش للاقتصاد العالمي وملاحمه

رابعاً: الشروط المستحدثة لصندوق النقد الدولي لتوقع الأزمات

خامساً: إصلاحات وشروط تفادي وقوع الأزمات.

أولاً: تطور دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات المالية وتوقعها:

#### 1. آليات صندوق النقد الدولي:

كان صندوق النقد الدولي بمثابة المفتاح الرئيسي أو اللاعب الأساسي في تنسيق الدعم النقدي لاقتصاديات الدول الآسيوية المضطربة نتيجة الأزمة، حيث أن أهدافه الرئيسية تتركز في توفير الاستقرار والتوسع المتوازن في التجارة والنمو ولكن بسبب الأزمة المالية الآسيوية فإن صندوق النقد الدولي قد عمق أنشطته في 4 اتجاهات<sup>1</sup>:

- تدعيم وتقوية الدور الإشرافي لصندوق النقد الدولي على سياسات الدول الأعضاء.
  - المساعدة في تقوية وتشغيل الأسواق المالية (المساعدات الفنية).
  - تقديم المشورة السياسية والمساعدات المالية بسرعة عند ظهور الأزمة.
  - المساعدة في ضمان عدم تهميش الدولة العضو وزيادة فعاليتها في جذب الاستثمار الخاص.
- فما يثير الاهتمام هو مدى قدرة صندوق النقد الدولي على مواجهة الأزمات وذلك من خلال<sup>2</sup>:

1 : عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 107.

2 - نفس المرجع السابق، ص 108.



- ما إذا كانت موارد الصندوق كافية.
  - ما إذا كان استعداد الصندوق للإقراض يساهم في حل المشكلة.
  - ما إذا كانت العدوى المالية يمكن إيقافها أو القضاء عليها بشكل حقيقي وفعال.
  - ما إذا كانت التغييرات في السياسة الاقتصادية وطرق الأداء والتي يتطلبها صندوق النقد الدولي من الدول المتلقية للقروض هي تغييرات مؤثرة وفعالة و ملائمة (شروط القرض).
  - ما إذا كان صندوق النقد الدولي يقدم معلومات كافية لجمهور المتعاملين مع البنوك بما فيهم المستثمرون عن الأطر الخاصة ببرامجه والقيود المفروضة كشرط للسماح بالافتراض بهدف التمكن من المحاسبة الدقيقة (الشفافية).
  - ما إذا كان الصندوق يمتلك القوة والسلطة والنفوذ الذي يمكنه من السيطرة على الدول الأعضاء المقترضة لمنع حدوث الأزمات.
- ولكن صندوق النقد الدولي وجد صعوبة في مواجهة الأزمة الآسيوية وذلك يعود إلى التوسع المفرط في صلاحياته، فهذه الهيئة مكلفة أصلاً لحل مشاكل اختلال موازين المدفوعات لكنها تولت صلاحيات أوسع دون أن يجرى مع ذلك تعديل في آليات التحليل عندها أو أن يتم تفكير جماعي حول أحسن الطرق للقيام بتلك الصلاحية.

2. **برامج ومجالات صندوق النقد الدولي لتوقع الأزمات:** تجدد دور صندوق النقد الدولي في إدارة النظام النقدي العالمي في ظل أزمة المديونية وأزمات العولمة المالية وذلك بإشرافه على برامج معدة على أساس مؤشرات محددة لمحاولة التحسيس بالأخطار المحتملة وقرينة الوقوع وسياسات تفرض على الدول الأعضاء لتصحيح الاختلالات ومعرفة أسبابها وبالتالي المساعدة في معالجتها ومن أهم هذه البرامج مايلي:

أ. **برامج الثبيت والتعديل الهيكلي:** هي برامج تحاول تصحيح الاختلالات الناتجة عن الإفراط في الطلب الكلي المحلي والخارجي على المدى القصير والمتوسط بالتركيز على أدوات السياسة النقدية والمالية والتجارية والاستثمارية (أسعار الفائدة، تخفيض قيمة العملة، الضرائب، فتح المجال للقطاع الخاص، تقليص دور الدولة في الأنشطة الاقتصادية، تشجيع الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي) ترتكز هذه البرامج على ثلاث محاور رئيسية<sup>1</sup>:

#### 1- **المحور الأول: تخفيف العجز في ميزان المدفوعات :** وذلك بالاعتماد على الإجراءات التالية:

- تخفيض قيمة العملة
- إلغاء الرقابة على الصرف الأجنبي أو تقليصها إلى أدنى مستوى
- تحرير عملية الاستيراد من القيود المفروضة عليها
- إلغاء الاتفاقيات الثنائية
- تحسين شروط الاقتراض الخارجي

1 - نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 237 - 238.

2- المحور الثاني: مكافحة التضخم : ويشمل الإجراءات التالية:

- رفع سعر الفائدة الدائنة والمدينة
- تخفيض العجز الحاصل في الموازنة العامة للدولة عن طريق زيادة الضرائب وتقليص الإنفاق العام.

3- المحور الثالث: تشجيع الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي: وذلك بإتباع الإجراءات التالية:

- منح مزايا ضريبية لصالح رأس المال الأجنبي
- ضمان عدم تأميم أو مصادرة الاستثمار الأجنبي
- حرية تحويل الأرباح إلى الخارج
- تقليص نمو القطاع العام وتشجيع آليات الخصخصة.

ب. برامج الإنذار المبكر ومؤشرات توقع الأزمات: في إطار سعي الصندوق لاستشعار الأزمات وتوقعها لجأ هذا الأخير إلى اعتماد نماذج من الاقتصاد القياسي تعرف بنماذج الإنذار المبكر الذي يعتمد في التحليل بتوقع الأزمات على مجموعة من المتغيرات والبيانات التاريخية لمدة 12 شهر إلى غاية 24 شهر التي تؤدي إلى إحداث الأزمة وأهمها : نسبة الدين قصير الأجل إلى احتياطات النقد الأجنبي، الارتفاع في سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للاتجاه السائد والعجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية بحيث كلما ارتفعت قيمة متغير من هذه المتغيرات ازداد احتمال وقوع الأزمة هنا يتدخل الصندوق بمنح مهلة كافية لتبني سياسات تصحيحية. ويستند الصندوق في استشعار الأزمة والتنبؤ بوقوعها إلى مجموعة من المؤشرات أهمها<sup>1</sup>:

- 1- وسائل مراقبة السيولة: يعد صندوق النقد الدولي أن نقص الاحتياطي من السيولة من المؤشرات الرئيسية لتوقع حدوث أزمة العملة خاصة في ظل عدم قدرة البلد على الوصول إلى أسواق راس المال الدولية وهروب رؤوس الأموال بسبب الشكوك القائمة حول عدم صلاحية السياسات المحلية في هذه الحالة يؤكد الصندوق على ضرورة وضع التقديرات التالية:
  - احتياجات البلد من التمويل الخارجي بما في ذلك عجز الحساب الجاري والتزامات الديون التي يحل موعد استحقاقها في آجال لاحقة وحجم الأموال المحولة من طرف المقيمين إلى الخارج.
  - مختلف مصادر التمويل المضمونة من طرف الاستثمار الأجنبي المباشر والاقتراض من الاسواق المالية في شكل سندات وقروض مضمونة والتمويل الرسمي.
  - الفجوة التمويلية المتبقية : هذه الحالة تتطلب بجميع البيانات بصورة منتظمة وترتيبها في جداول تحدد الاحتياجات التمويلية التي يعتمد عليها في فحص وتدقيق احتياجات التمويل العالمية وحجم الطلب على موارد صندوق النقد الدولي .

1 : نبيل جعفر عبد الرضا- فرحان عدنان الجوارين، مرجع سبق ذكره، ص ص 238 - 239.

2- نبض وسلوك السوق: يعتمد هذا النوع من التقييم على المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية في البلدان الناشئة بتحديد مخاطر التسديد وتحليل سلوك السوق لمساعدة الدول على إمكان استخدام سياسات مالية توسعية تساعد على تعويض بعض الآثار السلبية للأزمة.

3- تصحيح الإجراءات والتطلع إلى المستقبل: لتسهيل عملية توقع الأزمات يحاول واضعي السياسات الاقتصادية اتخاذ واعتماد مجموعة من الإجراءات لتفادي وقوعها بمجرد ظهور بوادرها ويتدخل صندوق النقد الدولي لمتابعة مدى سلامة القطاع المالي في هذه البلدان ومدى التزامها بالمعايير والمقاييس الدولية لزيادة قدرته على توقع الأزمات ومواجهتها.

ت. برامج اختبار الصدمات: وفيما يلي جدول تقييم برنامج اختبار الصدمات وكيفية معالجتها.

**جدول رقم 26 : تقييم برنامج اختبار الصدمات وكيفية معالجتها**

نوع المخاطرة	الصدمات المحتملة	كيفية التطبيق
سعر الفائدة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تحول متوازن في منحني العائد مثل حدوث زيادة قدرها 100-</li> <li>300 نقطة أساس بالنسبة للاستحقاقات كافة</li> <li>- التغير في شكل منحني العائد سواء كانت التعرجات قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل</li> <li>- إمكانية حدوث الصدمات في الأسعار المحلية والأجنبية</li> </ul>	<p>يطبق على دفتر التداول (الأوراق المالية) ودفتر البنوك (القروض)</p>
أسعار الصرف	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تغير في أسعار الصرف مثلاً انخفاضه ب 10% إلى 20% وارتفاعه</li> <li>مقابل عملة لبلد يعد شريكاً تجارياً رئيسياً ويتوقف ذلك على طول الفترة الزمنية.</li> <li>- إمكان خفض عملات أخرى تكتسي أهمية في المحفظة.</li> </ul>	<p>على العموم تطبق على دفتر التداول وأحياناً على دفتر البنوك إذا كانت القروض بالعملات الأجنبية كبيرة</p>
القروض	<ul style="list-style-type: none"> <li>- زيادة في احتمالات التوقف عن الدفع</li> <li>- زيادة نسب القروض المشكوك فيها</li> </ul>	<p>تطبق على دفتر البنوك بالاعتماد على وقائع سابقة خاصة بارتفاع حالات التوقف عن التسديد</p>
أسعار الأسهم	<ul style="list-style-type: none"> <li>- انخفاض مؤشر البورصة مثلاً انخفاض المؤشرات الرئيسية بمعدل 20% إلى 30%</li> </ul>	<p>يطبق في دفتر التداول</p>

درجة التذبذب	زيادة درجة التذبذب في أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأسهم والخيارات	يطبق في محافظ الخيارات ويمكن قياسه على أساس الوقائع السابقة لزيادة تذبذب السوق.
السيولة	- نقص في سيولة الأوراق المالية المتداولة مثلا حدوث انخفاض في قيمة كافة السندات. - انخفاض درجة سيولة البنوك من خلال ارتفاع معدلات السحب والطلب على الودائع أو انخفاض مستوى التسهيلات الائتمانية ما بين البنوك	غالبا ما يطبق على دفاتر التداول ويمكن تحليله على أساس نسب الأصول السائلة قبل الانخفاض وبعده
البضائع	- انخفاض أسعار سلع التصدير الرئيسية - انخفاض أسعار البترول بالنسبة للسلع النفطية	يطبق على الدول التي تركز تجارتها الخارجية على تصدير السلع بشكل كبير (الدول النفطية والمصدرة للمواد الأولية)

المصدر : من إعداد الطالبة امتحان علي: نبيل جعفر عبد الرضا- عدنان فرحان الجوارين ، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، دار

الكتاب الجامعي، بيروت، الطبعة 01 ، 1434 هـ / 2014م ، ص 240- 241.

من خلال الجدول يتبين أن برامج اختبار الصدمات تعد من أهم الأدوات المستخدمة في إدارة المخاطر واختبار السلامة المالية وتقدير نقاط القوة والضعف للنظم المالية التي يجريها صندوق النقد الدولي بالتعاون مع البنك العالمي منذ 1999 ، إذ تحاول قياس مدى حساسية مجموعة من المؤسسات والنظام المالي بأكمله لصدمة معينة بدراسة وقياس التغير الحاصل في المحفظة الناتج عن التغيرات في عوامل المخاطرة.

ث. مجالات استجابة صندوق النقد الدولي للأزمات: يقوم صندوق النقد الدولي بالاستجابة للأزمات من خلال أربعة مجالات<sup>1</sup>:

● معرفة مؤشرات الإنذار المبكر على وقوع الأزمة وذلك من خلال أعمال الرقابة التي يقوم عليها وقد بذل الصندوق جهودا من أجل الحفاظ على نظام رقابة دولية منظم مع التأكيد على توفير البيانات والمعلومات بشكل مستمر من أجل وضع القرارات الخاصة بسلامة القطاعين المالي والمصرفي.

● مساعدة الأسواق على القيام بوظائفها بشكل صحيح من أجل الوصول إلى التحرر المالي وتنظيمها في ظل عوامة الأسواق المالية فضلا عن التأكيد على مسألة الشفافية في الأداء الاقتصادي من خلال نشر البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية.

<sup>1</sup> - نبيل جعفر عبد الرضا- عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره، ص 242.

● وضع الصندوق إجراءات لتعزيز رصيد الصندوق الذي ارتفع ليصبح 290 مليار دولار كما تم وضع إجراءات لتعزيز هذا الرصيد وتوسيع الإقراض مع وضع ترتيبات جديدة للإقراض فضلا عن السماح لجميع الأعضاء بالمشاركة على نحو متساوي في نظام حقوق السحب الخاصة.

● الاتفاق بين صندوق النقد الدولي ومؤسسة التعديل الهيكلي على معالجة أعباء الديون الواقعة على الدول الفقيرة وإعانتها على تخفيف ديونها.

ج. برنامج تقييم النظام المالي كحل للخروج من الأزمات: أوضحت الأزمات مدى هشاشة الأسس التي يقوم عليها النظام المالي العالمي ومدى عدم فعالية المؤسسات الدولية التي تقوم بالإشراف على هذا النظام وزاد الذعر والاضطراب ، لهذا طرحت العديد من المبادرات التي تهدف للخروج من الأزمات، ومن بين هذه المبادرات كان وضع برنامج لتقييم القطاع المالي Financial Sector Assessment Program بالاعتماد على مؤشرات رئيسة للتقييم وبدأ تطبيق هذا البرنامج في سنة 1999.

#### 1- أهداف البرنامج: وتتمثل أهداف البرنامج فيمايلي<sup>1</sup>:

- مساعدة الدول التي تطبق البرنامج في إيجاد إطار عام لسياسة متسقة وجيدة لتقوية ودعم القطاع المالي ومن ثم المصرفي.
- تأهيل القطاع المالي ليكون أكثر قدرة على مجابهة الصدمات سواء الداخلية أو الخارجية وتقليل الآثار السلبية لها.
- تطوير القطاع المالي بغرض زيادة كفاءته وقدرته على المساهمة بصورة أكثر فعالية في التنمية الاقتصادية.

#### 2- مؤشرات البرنامج لتوقع الأزمات:

##### 1) مؤشرات القطاع المالي: وتتمثل فيمايلي<sup>2</sup>:

- أ. مؤشر كفاية رأس المال: يقيس درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية.
- ب. مؤشر القدرة على الوفاء: يقيس مدى قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم.
- ت. جودة أداء المؤسسات: أي يجب أن تتمتع المؤسسة بسمعة جيدة وموظفين لديهم خبرة إدارية عالية بالأعمال المالية من شأنه أن يؤثر إيجابا على الأداء الكلي للمؤسسة المالية.
- ث. الإيرادات و المردودية: بصفتها مؤشرين جيدين لقياس أداء المؤسسات المالية خاصة التي تعمل في ظل آليات السوق.
- ج. السيولة: إذ أن تحقيق المؤسسة للتوازن المطلوب بين اعتبارات السيولة والمردودية والأمان يعد من أهداف المؤسسة المالية وأيضا من أهم مؤشرات كفاءة الأداء بحما.

1 - نبيل جعفر عبد الرضا- عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره، ص 245.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 245- 246.

ح. درجة حساسية لمخاطر السوق: وتشمل مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة ومخاطر أسعار السلع ومخاطر أسعار الأوراق المالية.

## (2) مؤشرات اقتصادية: أهمها مايلي<sup>1</sup>:

أ. مؤشرات النمو الاقتصادي: نعتمده بالنسبة للدولة وبالنسبة لكل قطاع اقتصادي على حده.

ب. مؤشرات ميزان المدفوعات: وتشمل رصيد الحساب الجاري وكفاية الاحتياطيات الدولية والديون الخارجية وآجال استحقاقها ومكونات آجال التدفقات الرأسمالية.

ت. معدلات التضخم: إضافة إلى درجة التقلبات في مؤشرات التضخم.

ثانيا: عوامل إضعاف دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمة المالية العالمية: هناك مجموعة عوامل ساهمت في تقليص دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات تمثلت فيمايلي<sup>2</sup>:

- قام الكثير من المحللين والخبراء الاقتصاديين بالتنبؤ بوقوع الأزمة المالية العالمية وذلك قبل اندلاعها بفترة طويلة معتمدين في تحليلهم على فقاعة الرهن العقاري وغيرها من الفقاعات المماثلة إلى أن صندوق النقد الدولي لم يحرك ساكنا من أجل القيام بالدراسات والتحليلات والتوصيات التي تثبت ما ذهب إليه الخبراء والمحللين ومن المعروف أن صندوق النقد الدولي يمثل الجهة الوحيدة التي تؤثر على صانعي القرار وعليه فإن موقفه غير المكترث لتحذيرات الخبراء والمحللين قاد إلى وقوع الأزمة من دون إنذار مبكر وقامت الحكومات بلوم صندوق النقد الدولي على هذا التقصير الكبير.

- عندما وقعت الأزمة فشل صندوق النقد الدولي في وضع إستراتيجية لمعالجة الأزمة ولعبت الحكومات وخبراء المجموعة العشرين دورا رئيسيا في اتخاذ التوصيات وإقرارها لعلاج الأزمة وانحصر دور الصندوق في تنفيذ التوصيات متناسيا أن دوره الطبيعي هو قيادي وتوجيهي للاقتصاد العالمي.

- وجهت الدول النامية والناشئة في مجموعة العشرين اتهامات إلى صندوق النقد الدولي بأنه أداة بيد الحكومات الغربية وعلى رأسها الو.م.أ حيث يقوم الصندوق بتنفيذ السياسات التي تملئها عليه هذه الحكومات بشكل تام وهذا ما أدى إلى وقوع الأزمة التي عصفت بالاقتصاد العالمي في حين كان يجب على الصندوق أن يلعب دورا مستقلا لكي لا يقع في خطأ الحكومات وتساهم الو.م.أ بأكبر حصة في رأس مال الصندوق حتى الآن وقد كانت تشكل 36% من مجموع حصص الصندوق عند التأسيس ولكنها حتى وصلت إلى 20.8% ثم إلى 16.88% لكل من بريطانيا وفرنسا و3.66% للصين. وبالرغم من هذا الانخفاض الملحوظ في حصة الو.م.أ إلا أن آلية اتخاذ القرارات في الصندوق لا تزال خاضعة للو.م.أ تستطيع تعطيل أي قرار يتخذه الصندوق إذا ما كان لا يخدم مصالحها.

<sup>1</sup> - نبيل جعفر عبد الرضا- عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره، ص 246.

<sup>2</sup> - علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 216 – 215.

## ثالثاً: مؤشرات الانتعاش للاقتصاد العالمي وملاحظته:

انعكست السياسات المنتهجة لمواجهة تحديات الأزمة المالية إيجاباً على اقتصاديات الدول وعملت على تهدئة المخاوف من وقوع انهيار عالمي وبهذا اعتبر الدعم الذي قدمته السياسات عنصراً جوهرياً في تحقيق قفزة نوعية في اتجاه مسيرة الانتعاش.

## 1. مؤشرات الانتعاش:

شهدت الأسواق المالي العالمية استقراراً معتبراً وتراجعا في تشديد معايير الإقراض البنكي في الاقتصاديات المتقدمة وبدأت عمليات الإقراض في العودة إلى وضعها السابق في كثير من الاقتصاديات الناشئة والنامية. وقد سمح تحسن النمو في كثير من الاقتصاديات الناشئة بعودة التدفقات الرأسمالية من الاقتصاديات المتقدمة. وقد عرف الاقتصاد العالمي تحسناً ابتداءً من الثلاثي الثاني من سنة 2009 وسجلت بعض الدول مثل فرنسا وألمانيا نمواً معتبراً للنتائج المحلي الإجمالي بمعدل 0.3% في الثلاثي الثاني من 2009 وانخفض الناتج المحلي الداخلي لمنطقة الأورو والو.م.أ لنفس الفترة بمعدلات أقل مما سبق (انخفض ب 0.1% بعد 2.5% في الثلاثي الثاني من منطقة الأورو و 0.3% بعد 2.5% في الو.م.أ) وتحسنت معدلات الاستهلاك للعائلات بمعدلات طفيفة في منطقة الأورو خلال نفس الثلاثي ب 0.2%<sup>1</sup>.

شهد كلا من القطاعين المالي والحقيقي للاقتصاد العالمي تحسناً ملحوظاً فبعد الانكماش الذي عرفه في الربع الأول من سنة 2009 والمقدر ب 6.5% دخل الاقتصاد العالمي في مرحلة الانتعاش وهذا رغم ارتفاع معدلات الإفلاس للشركات واستمرار انخفاض معدلات التوظيف مع ضعف الاستهلاك الخاص واستمرار الصعوبات في أوضاع الإقراض. بدأت مؤشرات الانتعاش جلية في القطاع المالي فقد عرفت أسواق الأسهم أرباحاً منذ الربع الأول من سنة 2009 وخصص المستثمرون مبالغ كبيرة بغية استثمارها خارج نطاق السندات الحكومية وتحقيق عوائد أكبر وتعززت الثقة في الأجهزة البنكية في الأسواق المتقدمة بفضل نتائج إيراداتها التي تجاوزت التوقعات ونجاح عملية تعبئة رؤوس الأموال البنكية. وقد عرفت التدفقات الرأسمالية الدولية تحسناً كبيراً خاصة المتعلقة بالتدفقات إلى الأسواق الناشئة فمنذ بداية 2009 ارتفعت إصدارات السندات السيادية للدول المتقدمة والناشئة مرفقة بحدوث انتعاش في تدفقات استثمارات الحافظة. وطراً تحسن عام في صحة النظام البنكي فحدث انخفاض كبير في احتياج البنوك لرؤوس الأموال وهذا رغم استمرار اضطرابات النظم البنكية في بعض البلدان<sup>2</sup>.

أما انتعاش القطاع الحقيقي فجاء متأخراً عن القطاع المالي لا سيما في الاقتصاديات المتقدمة فقد نجحت السياسات الحكومية المنتهجة في تعزيز الثقة إلى حد ما ورفع مستويات الطلب وتحسين الأوضاع المالية، ساهم في استقرار الإنتاج الصناعي وارتفاعه في عدد كبير من البلدان وأبرزها دول آسيا نتج عن ذلك ارتفاع الطلب على السلع الأولية وتحسن النشاط في قطاعات الاقتصاد الحقيقي في عدد من الاقتصاديات الناشئة الأخرى نتج عنه تعزيز التجارة الدولية. ورغم هذا الانتعاش بقيت الطاقة الإنتاجية الفائضة في بعض الدول المتقدمة

1 - بهية بوكروخ ، مرجع سبق ذكره، ص 168.

2 - نفس المرجع السابق ، ص 169.

مرتفعة في 2009 وتعرضت موارد الأسر إلى مختلف الضغوط، دفع الشركات إلى توخي الحذر في الاستثمار وجعل استهلاك الأسر للسلع المعمرة يرتفع تدريجياً زاد كل ذلك في معانات العديد من الشركات والأسر في تسديد سندات الديون مما أبطأ وتيرة الانتعاش في سوق العقار والسوق المالي<sup>1</sup>.

2. ملامح الانتعاش في الاقتصاديات المتقدمة: بعد التراجع الكبير الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي والارتفاع الهام في مستويات البطالة أبدى اقتصادها بعد ذلك العديد من مؤشرات الانتعاش وتوجه نحو الاستقرار خاصة بعد الاجراءات الاستثنائية المتبعة والتي أسهمت في تثبيت مستوى الإنفاق الاستهلاكي وتسجيل استقرار نسبي في أسواق المساكن والأسواق المالية وهو ما يشير إلى حدوث نمو معتدل مجدداً في النصف الثاني من سنة 2009. وقد عرفت الأوضاع المالية تحسناً كبيراً وسجلت أسواق الأسهم أرباحاً هامة ويمكن إرجاع ذلك إلى كثافة مشتريات الاحتياطي الفدرالي الأمريكي من الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية وارتفعت ثقة المستثمرين وتحسنت أوضاع البنوك أما فيما يخص بيانات الناتج فقد أكدت توجه الاقتصاد نحو الاستقرار حيث انخفض تراجع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في أواخر 2009 بعد أن سجل تراجعاً معتبراً في الربع الأول من 2009 والذي قدر بـ 6.4 %<sup>2</sup>.

تحسنت آفاق النمو في أوروبا وهذا ما أكدته بيانات مكتب الإحصاء الأوروبي التي تشير إلى تسجيل نمو قدر بـ 1.9% في الربع الثالث من سنة 2010 على أساس سنوي وجاء هذا النمو مدعماً بأرقام مرتفعة في ألمانيا والتي تعتبر أكبر اقتصاد في منطقة الأورو بمعدل 3.9% في الربع الثالث من نفس السنة بينما انكمش اقتصاد اليونان بنسبة 4.5% على أساس سنوي. وأدت الاضطرابات في أسواق الدين السيادي الأوروبية إلى حدوث انتكاسة في مسيرة التقدم نحو تحقيق الاستقرار المالي وشكلت مواطن الضعف في الميزانيات العمومية السيادية والبنكية مصدراً كبيراً للقلق في الأسواق المالية وق عادت الاضطرابات مرة أخرى في السادس الثاني من 2011 تلاها تحسن في الأوضاع المالية تبعاً لسياسات الدعم المنتهجة<sup>3</sup>.

### 3. ملامح الانتعاش في الاقتصاديات الناشئة<sup>4</sup>:

عرفت اقتصاديات الدول الناشئة عودة التدفقات الرأسمالية حيث شهدت العديد من دول آسيا وأمريكا اللاتينية دخول رؤوس الأموال الحافظة وهذا راجع للتعافي القوي الذي عرفته وتوقعات ارتفاع أسعار صرف العملات ووفرة السيولة وانخفاض أسعار الفائدة في البلدان المتقدمة الكبرى. أبدت منطقة أمريكا اللاتينية والكاريبي مؤشرات الانتعاش والاستقرار بدءاً من الربع الثاني من 2009 في ظل تحسن أوضاع الأسواق المالية وأسواق السلع الأولية العالمية واعتماد سياسة قوية عززت صمودها وأتاحت لها الاستجابة في التوقيت السليم ودعم النشاط الاقتصادي بعد انكماشه في سنة 2008 والربع الأول من 2009.

1 - بهية بوكروخ ، مرجع سبق ذكره ، ص 169.

2 - الحفاظ على التعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، تقرير أكتوبر 2009 ، ص 64، على الموقع الإلكتروني:

[https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/texta.pdf\(10/03/2017\)](https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/texta.pdf(10/03/2017))

3 - نفس المرجع السابق ، ص 65.

4 - الحفاظ على التعافي ، مرجع سبق ذكره ، ص 72.



أما الاقتصاديات الآسيوية فقد خفت حدة التوترات بها في النصف الأول من 2009 وظهرت عدة مؤشرات على توجيهها نحو الاستقرار فقد تسارع النمو في الصين ليبلغ 7.1% في النصف الأول من سنة 2009 بدفع من الطلب المحلي بالكامل ، كما أبدت الاقتصاديات الآسيوية الناشئة والنامية الأخرى دلائل مشابحة على توجيهها نحو الاستقرار مع ارتفاع الإنتاج الصناعي في منطقة هونغكونج الصينية الإدارية الخاصة والهند وكوريا والفلبين ومقاطعة تايوان الصينية وتايوان، وهو ما أدى إلى زيادة النمو في الربع الثاني من سنة 2009 وتحوله إلى نسب موجبة في عدد من هذه الاقتصاديات في الربع الثاني من 2009 ويعود الفضل إلى تحسن قطاع الإلكترونيات الذي تأثر بالأزمة بنسب كبيرة بالإضافة إلى الحد من تأثير الأزمة المالية على صحة القطاعات البنكية في المنطقة ككل. كما شهدت أسواق الأسهم خلال الثمانية أشهر الأولى من سنة 2009 ارتفاعا بنسبة 28% في اليابان ، 65% في الاقتصاديات الأربعة (أندونيسيا، ماليزيا ، الفلبين ، وتايوان) و 52% في الاقتصاديات الآسيوية الصناعية الجديدة هونغكونج الصينية الإدارية الخاصة ، كوريا ، سانغافورة ومقاطعة تايوان الصينية وهذا ما صاحبه تجدد التدفقات الرأسمالية الوافدة.

وقد تحسنت آفاق نمو الدول العربية مع اتجاه الاقتصاد العالمي نحو الاستقرار وارتفاع أسعار النفط ، وهذا بعد أن تباطأت وتيرة نموها بصورة حادة وتأثرت اقتصاداتها بانخفاض أسعار النفط والانكماش في تحويلات العاملين والاستثمار الأجنبي المباشر.

#### رابعا: الشروط المستحدثة لصندوق النقد الدولي لتوقع الأزمات:

رغم كل الإجراءات والسياسات والأهداف والشروط التي وضعها صندوق النقد الدولي من أجل تحسين أدائه في مجال الكشف المبكر عن الأزمات لم تفلح وحدثت أزمة الرهون العقارية في سنة 2008 في الو.م.ا. وامتدت على باقي دول العالم ، والصندوق عجز عن أداء دوره الرقابي والإشرافي بشكل كفو تجاه الو.م.أ وتوقع مؤشرات الأزمة وهذا أدى إلى سعيه لإحداث جملة من الإصلاحات الإدارية بإصلاح هيكله وآليات عمله وأدواته التمويلية لتكييفها مع متطلبات السيولة العالمية ودعمه لخطط الإنقاذ المالي .

#### 1. شروط تفعيل دور صندوق النقد الدولي: لخلق دور فعال لصندوق النقد الدولي في علاج التدايعات التي أوقعتها الأزمة

المالية العالمية في الاقتصاد العالمي عليه القيام بتفعيل وتطوير أدواره ومواقفه في النواحي التالية<sup>1</sup>:

- العمل على منع وقوع مثل هذه الأزمة مرة أخرى : وللوصول إلى هذا الهدف على الصندوق أن يقوم بإجراء تعديلات في طبيعة الدور الرقابي الذي يقوم به في النظام النقدي العالمي وبأسرع وقت ممكن إذ يقتصر دور الصندوق قبل وقوع الأزمة على متابعة الأوضاع المالية والنقدية للدول الأعضاء بصورة ثنائية ومن ثم تقديم المعلومات المناسبة طبقا لرؤيته حول سير الأحداث المالية والنقدية في كل دولة على انفراد ، ومن المفروض أن يتطور هذا الدور لكي يمكن الصندوق من ممارسة دور رقابي للأوضاع المالية بشكل متعدد الأطراف على المستوى الدولي وهذا ما يشكل تعديلا جذريا في مهام الصندوق.

1 : علي عبد الفتاح أبو شرار ، مرجع سبق ذكره، ص: 217 - 221.

- تطوير إستراتيجية التعامل مع الأزمات : أظهرت الأزمة المالية العالمية أن نقص الموارد المالية عند الدول الأعضاء في الصندوق يخلق المخاطر وعليه فإنه يجب على الصندوق وفي عالم ما بعد الأزمة أن يزيد من موارده المالية بهدف تأمين الحجم اللازم من الموارد المالية بسبب الأزمة المالية العالمية وبشروط إقراض ميسرة لكي تستطيع الدول الأعضاء في الصندوق استعادة مستويات نشاطاتها الاقتصادية بسهولة.

- أبرزت الأزمة المالية العالمية عن عجز موارد الصندوق من الاحتياطات النقدية لمواجهة متطلبات الاستقرار النقدي في الدول الأعضاء حيث أن الأزمة المالية العالمية تدفع الصندوق لتطوير نظم مبتكرة لتأمين احتياطات دولية دائمة مما يجنب الدول الأعضاء الاحتفاظ باحتياطات نقدية فائضة عن الحاجة.

- وكنيجة للأزمة المالية العالمية يتطلع صندوق النقد الدولي إلى بدأ برنامج تقييم القطاع المالي مما يمكنه ممارسة قدر أكبر من الرقابة المالية والاقتصادية ولكن هذا الدور يتطلب ضرورة تعزيز القدرة الرقابية للصندوق على الدول المتقدمة وعلى الأسواق المالية الأكثر تأثيرا في العالم وهذا يتطلب منح الصندوق صلاحيات تتجاوز صلاحياته قبل انفجار الأزمة والمتعلقة بقدرته على القيام بالتقييم والرقابة على الأوضاع للدول الأعضاء.

- بعد وقوع الأزمة المالية الاقتصادية العالمية اعتبرت الموارد المالية لصندوق النقد الدولي محدودة نسبيا نظرا إلى حاجة الدول الأعضاء للاقتراض ولذلك لجأ صندوق النقد الدولي إلى الأعضاء الذين لديهم فوائض مالية لتوفير الموارد ودعم قدرته على توفير المساعدة في أوقات الطوارئ وقد برهنت الأزمة المالية العالمية على مدى قصور موارد الصندوق في تلبية احتياجات الاستقرار المالي والاقتصادي في العالم ويعمل الصندوق حاليا على بيع مخزونه من الذهب الذي يملكه لكي يوفر الموارد المالية اللازمة كما وتنطوي المراجعة لحصص الدول الأعضاء من زيادة جوهرية في إجمالي موارد الصندوق مما يدعم قدرته على توفير الاحتياجات المالية للدول الأعضاء في الأجل الطويل وهذا ما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي أيضا للدول الأعضاء.

- حقوق السحب الخاصة<sup>1\*</sup> هي أصل احتياطي دولي أنشأه صندوق النقد الدولي في سنة 1969 لدعم التوسع في التجارة الدولية ورفع الاحتياطات النقدية للدول الأعضاء حينما تنشأ الحاجة وعليه كان قيام صندوق النقد الدولي وخاصة بعد وقوع الأزمة المالية العالمية بزيادة جوهرية في توزيعات حقوق السحب الخاصة مما يؤدي على تحسينات جوهرية في أوضاع الاحتياطات الدولية للأعضاء وبصفة خاصة للدول الناشئة ولكن عملية ربط توزيع حقوق السحب الخاصة لنظام الحصص في الصندوق تقلل من الفوائد المرجوة لمثل هذا التوزيع على الاحتياطات الدولية للدول الفقيرة.

- ويفترض أيضا نظريا أن يلعب الصندوق في المستقبل دور المقرض الأخير لدول العالم وذلك من أجل أن تستطيع هذه الدول الحصول على القروض اللازمة لها من الصندوق وهي مهمة صعبة عليه في الوقت الحالي حيث أن هذه المهمة تتطلب حجما كبيرا من الموارد تفوق

\*1: حقوق السحب الخاصة هي نوع من الأصول الدولية يمكن أن تستخدمها الدولة في تسوية المدفوعات الدولية ، أنشأت بمقتضى التعديل على الاتفاقية المنشئة لصندوق النقد الدولي سنة 1969، حيث أنها تستمد قوة إبرانها القانونية من التزامات الدول الأعضاء في الصندوق بقبولها في أي وقت ومن اية دولة وضمن قيمة إجمالية محددة على أن يدفع مقابلها عملة قابلة للتحويل، ويقوم الصندوق بتوزيع حقوق السحب الخاصة على الدول الأعضاء بناء على حجم حصة كل منهما في الصندوق.

إمكانيات صندوق النقد الدولي في الوقت الحاضر والمستقبل المنظور، ولذلك تجد دول العالم مضطرة للاحتفاظ بقدر مناسب من الاحتياطات على مستوى العالم لا يتم استخدامه مما يترتب على ذلك تكلفة فرصة ضائعة ضخمة على مستوى العالم بأكمله وعليه فإن تعظيم العائد من الاحتياطات يتم بقيام صندوق النقد الدولي بإنشاء مجمع للاحتياطات على المستوى العالمي وذلك من خلال تجميع الاحتياطات القطرية في هذا المجتمع ويتم على أساس هذا النظام تسهيل حصول الدول على الاحتياطات الكافية لها على أن يكون متناسبا مع قدرتها على رد تلك الاحتياطات وعليه فإن هذا النظام يمكن صندوق النقد الدولي من أن يقوم بمهمة المقرض الأخير وفي نفس الوقت يمكن الصندوق من إدارة كميات ضخمة من الاحتياطات الدولية التي تؤهله أن يلعب دور المقرض الأخير بجدارة وفعالية وبما يساعد على خفض مستوى الاحتياطات القطرية.

- تقديم ما يلزم من مساعدات فنية: لقد حدث تحول جوهري في المهام التي يقدمها صندوق النقد الدولي من تقديم مساعدات مالية للدول الأعضاء وعند الحاجة إلى تقديم مساعدات فنية للدول الأعضاء وخاصة الدول الفقيرة منها ومن أهم مجالات المساعدة الفنية هي مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب ومساعدة الدول الفقيرة على استيعاب المساعدات من الدول المانحة والمساعدة في كيفية تقديم وتبويب البيانات الإحصائية بالشكل وبالصور التي تسهل عمل التحليلات الاقتصادية والمالية وغيرها من المجالات الأخرى.

- توجه بعض الانتقادات إلى درجة الحوكمة والشفافية التي يتمتع بها صندوق النقد الدولي فمثلا هناك نقص في الشفافية عند اختيار مدير صندوق النقد الدولي والأشخاص المهتمين فيه على أساس الجنسية وحصة الدولة التي ينتمي إليها المرشح بدلا من أن ينتخب على أساس من الكفاءة والمنافسة. وكذلك يجب مراجعة تشكيل المجلس التنفيذي للصندوق بحيث يتم تمثيل أفضل للدول الفقيرة ولتعزيز دور الصندوق علميا يجب إحداث إصلاح مؤسسي للإطار الذي يمارس فيه الأعضاء عملية التصويت على القرارات التي يتخذها والسياسات التي ينفذها الصندوق ، كما يجب مراجعة أدوار ومسؤوليات لجان ومجالس الصندوق ويجب أيضا رفع درجة الشفافية في البيانات والمعلومات المتعلقة بعمل الصندوق. وفيما يتعلق بتعزيز الحوكمة فإنه يتطلب تعديل نظام الحصص على النحو ذكرناه سابقا ويمكن تعديل الحصص من مصدرين الأول هو زيادة عدد الأصوات الأساسية في الصندوق والثاني هو إعادة توزيع هذه الأصوات بين الدول الأعضاء في الصندوق ويأتي مقترح إصلاح نظام التصويت على أساس أن الأوزان التصويتية للدول الأعضاء في الصندوق تتناسب مع المراكز النسبية لكل عضو في الاقتصاد الدولي مع الأخذ بعين الاعتبار التغيرات التي تحدث في تلك المراكز بالإضافة على تعزيز تمثيل الاقتصاديات الصغيرة نسبيا.

2. إصلاح نظام الإقراض وزيادة حجمه: يعتبر صندوق النقد الدولي أن توفير السيولة الكافية للدول الأعضاء لتجاوز آثار ومخلفات الأزمة العالمية ومساعدتها على استعادة معدلات نمو قابلة للاستمرار خاصة في ظل التوقعات التي فيها حدوث انكماش في الاقتصاد العالمي وتباطؤ معدلات النمو الاقتصادي بنسبة تتراوح ما بين 0.5% و 1% سنة 2009 يتطلب تعزيز طاقته الإقراضية وإقرار

عملية إصلاح شاملة لآلية إقراض موارد تقوم على زيادة حجم القروض وترشيد شروط منحها واستحداث أدوات إقراض ميسرة لصالح الدول النامية منخفضة الدخل. حيث تقوم خطة الإصلاح على مايلي<sup>1</sup>:

أ. **تحديث الشروط:** يفرض صندوق النقد الدولي شروطا هيكلية على القروض الممنوحة للدول الأعضاء وذلك من أجل خلق مواءمة بين شروطه المرتبطة بالإقراض ودرجة القوة التي تميز سياسات البلدان الأعضاء وذلك بالاعتماد على معايير الأهلية التي تحدد سابقا على أن تتم عملية مراقبة السياسات الهيكلية في البرامج المدعومة من طرف الصندوق في إطار مراجعة البرنامج بدلا من مراقبتها باستخدام معايير الأداء الهيكلية.

ب. **استحداث خط الائتمان المرن:** عبارة عن قرض حديث مزدوج الاستخدام قابل للتجديد دون قيود تستفيد منه الدول التي أثبتت مستوى قوي في تنفيذ السياسات الاقتصادية لتلبية الاحتياجات الطارئة (أساس وقائي) واحتياجات ميزان المدفوعات الفعلية دون الالتزام بتحقيق أهداف معينة في مجال السياسات الاقتصادية نظرا لتوفره على معايير الأهلية على أن تلتزم بالتسديد في آجال تمتد من 3 سنوات إلى 5 سنوات.

ت. **مضاعفة حدود الاستفادة من القروض:** إذ حددت شروط الاستفادة من الحدود القصوى الجديدة للقروض التي تقدم بشروط ميسرة ب 200% من حصة البلد على أساس سنوي و600% على أساس تراكمي لطمأنة الدول الأعضاء بقدرة الصندوق على توفير الموارد الكافية لتغطية احتياجاتها.

ث. **تبسيط هيكل التكلفة وآجال الاستحقاق:** بتوفير الحوافز السعوية المشجعة على الاقتراض من الصندوق.

ج. **تبسيط الأدوات المستخدمة في الإقراض:** وذلك بإلغاء التسهيلات التمويلية التي لم تعد مستخدمة مثل: التسهيل الاحتياطي التكميلي، وتسهيل التمويل التعويضي والتسهيل التمويلي للسيولة قصير الأجل والتي يشمل خط الائتمان المرن الجديد.

ح. **إصلاح التسهيلات الموجهة للدول الأعضاء منخفضة الدخل:** حيث يسعى الصندوق إلى إعادة تصميم تسهيلات الإقراض الموجهة للدول منخفضة الدخل لزيادة القدرة على توفير التمويل الميسر الطارئ وقصير الأجل ومضاعفة حجمها وفي إطار هذا المسعى وافق الصندوق على زيادة القروض المقدمة بشروط ميسرة إلى البلدان المنخفضة الدخل إلى مبلغ يصل غلى 17 مليار دولار حتى نهاية 2014 منها 8 مليارات دولار خلال العامين المقبلين (2010-2011) مع منحها أسعار فائدة صفرية على مدفوعاتها المتعلقة بتسديد القروض الميسرة حتى نهاية 2011 مع استحداث أدوات إقراض جديدة تتسم بالمرونة وملائمة خصائص هذه الاقتصاديات.

خ. **اعتماد إطار جديد لإصدار السندات للقطاع الرسمي:** أعلن المجلس التنفيذي للصندوق في جويلية 2009 عن اعتماد إطار ينظم إصدار السندات للدول الأعضاء وبنوكها المركزية بهدف تعزيز قدرة الصندوق على تأمين الموارد المالية الكافية وزيادة قدرته على تقديم مساعدات سريعة للدول الأعضاء عند الحاجة لتمكينها من التصدي المباشر لآثار الأزمة ودعم مشاريع الاستثمار.

1 - ينظر: - علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 217 - نبيل جعفر عبد الرضا- عدنان فرحان الجوارين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 249 - 250.

3. إصلاح نظام الحصص<sup>1</sup>: في هذا الإطار اقترح صندوق النقد الدولي صيغة جديدة لنظام الحصص تضمنت أربعة متغيرات: الناتج الإجمالي المحلي ، الانفتاح، التغيير ، والاحتياطات وتبلغ أوزانها على الترتيب 50%، 30%، 15%، 5%. إذ أن الناتج المحلي الإجمالي هو مزيج يجمع بين الناتج الإجمالي المحلي حسب أسعار الصرف السائدة في السوق بنسبة 60% والناتج الإجمالي المحلي حسب أسعار تعادل القوى الشرائية بنسبة 40% كما تم تعديل بعض المتغيرات التي تشتمل عليها الصيغة الحالية للحصة قبل إدراجها في صيغة جديدة للحصص حيث أن نظام الحصص الحالي يعتمد على المتغيرات التالية:

$$Q=0.00450Y+0.05281008R+0.039(P+C)+1.0432VC$$

Q : الحصة

Y : الناتج المحلي الإجمالي

R: متوسط الاحتياطات الشهرية من الذهب والعملات القابلة للتحويل

P: المتوسط السنوي للمدفوعات الجارية

C: المتوسط السنوي للمتحصلات الجارية

VC : انحراف معياري واحد عند متوسط متحرك لخمس سنوات.

4. إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية: يقضي صندوق النقد الدولي إلى أن معالجة الأزمات وتفادي مسيبتها مستقبل تقضي توسيع التنظيم المالي ليشمل المؤسسات والأسواق النظامية التي لم تكن خاضعة لرقابة الهيئات التنظيمية والتوسع في آليات الإفصاح بتوفير المعلومات الكافية للأجهزة الرقابية وتكثيف الإجراءات التنظيمية والرقابة الوظيفية فضلا عن اعتماد التصحيحات التالية<sup>2</sup>:

أ. تعزيز قدرة هيئات التنظيم المالي على اكتشاف المخاطر: وذلك كما يلي:

- توسيع نطاق الحدود التنظيمية لتشمل كل الأنظمة التي تكون مصدرا للمخاطر وضمن مروتها في التكيف مع الابتكارات المستحدثة في السوق المالي.

- تعزيز الانضباط السوقي بتفعيل دور هيئات التصنيف الائتماني في تقدير المخاطر وزيادة درجة تنسيق جهودها.

- زيادة الشفافية في آلية تقييم الابتكارات المالية بتحسين جودة المعلومات الخاصة بالمعاملات خارج السوق الرسمية وخارج الموازنة العامة حتى تتمكن الأجهزة التنظيمية من رصد المخاطر والتحديات ومحاوله تقييمها لتعزيز الانضباط السوقي.

- تحسين البنية التحتية لأسواق المال وتقوية المعايير المحددة لاحتياطي السيولة النظامية على مستوى البنوك المركزية.

ب. تعزيز التعاون المالي الدولي حول القضايا المالية والاقتصادية: ويتحقق ذلك من خلال:

1 - نبيل جعفر عبد الرضا- عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 251.

2 - نبيل جعفر عبد الرضا- عدنان فرحان الجوارين ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 253 - 257.

- زيادة درجة التركيز والتحديد في التحذيرات التي يقدمها صندوق النقد الدولي ويتطلب ذلك تكثيف التعاون مع المنظمات الاقتصادية والمالية الدولية حيث يعزم الصندوق بالتعاون مع منتدى الاستقرار المالي على استحداث صيغة جديدة لنظام الإنذار المبكر تركز على الاستغلال الجيد للخبرات المتعلقة بالجوانب المالية والاقتصادية الكلية والتحديد الدقيق للمخاطر الكبرى الناتجة عنها والتي تشكل تهديدا للاقتصاد مع الأخذ بعين الاعتبار آثار انتقاله إلى الاقتصاديات الأخرى.
- تكثيف جهود التعاون الدولي بين صندوق النقد الدولي وغيره من المنظمات (خاصة مجموعة السبعة، مجموعة العشرين ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ومنتدى الاستقرار المالي) لإقامة منبر مالي عالمي يتمتع بالخبرة والشرعية والكفاءة يكون قادرا على قيادة عملية إدارة المخاطر العالمية النظامية نظرا لأوجه النقص والقصور التي تمس نشاط كل هيئة بمفردها.
- تكثيف الجهود التعاونية لوضع قواعد وأسس قوية لتسوية نشاط القطاعات متعددة الجنسيات عابرة القارات.
- إقامة إطار عالمي موثوق للسيولة بتدعيم الدول لجهود الصندوق في إصلاح نظام الإقراض والحصص.
- ت. زيادة درجة اهتمام ومراقبة السياسات الاقتصادية للمخاطر النظامية: تميزت المرحلة السابقة للأزمة المالية بارتفاع معدلات النمو الاقتصادي العالمي وانخفاض أسعار الفائدة مما شجع على الاتجاه نحو الاستثمار في المنتجات المالية المبتكرة ذات المخاطر المرتفعة في ظل غياب أدوات السياسة الاقتصادية الكلية على مراقبة هذه المخاطر النظامية لذا يقتضي مراجعة أداء هذه السياسات من خلال:
- زيادة الاعتماد على أدوات السياسة النقدية في مواجهة تراكم المخاطر التنظيمية وتعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي.
- ترسيخ دعائم السياسة المالية في أوقات الرخاء فقد اعتمدت العديد من الدول على السياسة الضريبية للتمويل بالديون ولم تكن قادرة على تنشيط اقتصادها لذا فإن صندوق النقد الدولي يحث هذه الدول على إجراء تحليل دقيق ومفصل للنظام المالي لمساعدتهم على تصميم تدابير تشغيلية فعالة والتأكد من ملاءة المالية العامة على المدى المتوسط نظرا لارتفاع الدين والالتزامات الاحتمالية.
- معالجة الاختلالات العالمية الناتجة عن التدفقات الرأسمالية الدولية باستخدام السياسة الهيكلية والاقتصادية الكلية في إعادة التوازن بين حجم الادخار والاستثمار في هذه الاقتصادات واللجوء إلى العمل التنظيمي في الحد من المخاطر النظامية الناشئة عن تدفق رؤوس الأموال بفرض قيود على انكشاف المؤسسات المالية والمقترضين لمخاطر النقد الأجنبي.

#### خامسا: إصلاحات وشروط تبادلي وقوع الأزمات:

1. إصلاح الهيكل المالي: بعد ما حدث خلال أزمة 2008 أصبح صناع القرار يركزون على كيفية تصحيح الهيكل المالي وذلك بإتباع الإصلاحات التالية<sup>1</sup>:

أ. إصلاحات التغطية المؤسسية للتنظيم: غطى التنظيم التقليدي الأعمدة الثلاثة للمنظومة المالية: البنوك، التأمين، وأسواق الأوراق المالية وغطت الأعمدة الثلاثة معا بصفة أساسية السلسلة الكاملة لعمليات الوساطة المالية ولفترة طويلة من الزمن، كان من السهل تحديد الفئة

1 - ضياء مجيد الموسمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 79 - 83.

التي تندرج تحتها المؤسسات بيد أنه في السنوات الأخيرة تزايدت عمليات الائتمان التي يتم التوسط فيها عبر الأسواق المالية وأصبح من الضروري زيادة القوى الفاعلة لضمان عمل المنظومة المالية إذ تحتاج الجهات المصدرة للائتمان إلى حوافز لتقدير مخاطر القروض ويتعين على منتجي وموزعي المنتجات الائتمانية المورقة توفير الشفافية الكافية ويحتاج حائزو الأوراق المالية إلى فهم خصائص الأصول التي يحصلون عليها.

ب. **إصلاحات تغيير المحتوى الحقيقي لقواعد الإشراف:** إن كل أزمة مالية تقريبا تحمل في طياتها المشكلتين المزدوجتين: جودة الائتمان والإفراط في الاستدانة لتحقيق الفعالية المالية ومن ثم فإن الإصلاح الدائم للهيكل التنظيمي يتطلب تقنيات للإشراف تتصدى للاتجاهات الرامية إلى إساءة تسعير مخاطر الائتمان والقبول بالاستدانة المفرطة لتحقيق الفعالية المالية..

ت. **إصلاحات تعديل هياكل جهات الإشراف التنظيمية:** إن الطبيعة العالمية للصناعة المالية والأزمة المالية الأخيرة تبرزان أهمية آليات التنسيق الملائمة على المستوى العالمي، وتنظر كثير من البلدان في إنشاء جهاز لتنظيم مخاطر النظام يعمل على تحقيق استقرار المنظومة المالية ككل ويتنظر أن تحدد جهة تنظيم مخاطر النظام هذه الثغرات في الهياكل التنظيمية واكتشاف جوانب الضعف ويدور جدل كبير حول الوكالة التي تكون هي جهة تنظيم مخاطر النظام فهناك رأي بأن البنك المركزي يجب أن يكون جهة تنظيم مخاطر النظام بحكم اهتمامه التقليدي بالاستقرار المالي وانخراطه المباشر في الأسواق وقدرته من خلال ميزانيته على القيام بدور مقرض الملاذ الأخير في الأزمات. وهناك رأي بديل هو أن إعطاء البنك المركزي مثل هذه المسؤولية سوف يحول مؤسسة مفردة بسلطة كبيرة ومن ثم يمكن إسناد مسؤولية الإشراف لجهات التنظيم ربما مع وجود موظفيه المستقلين المكلفين بتقييم المخاطر النظامية، وإن أسهل طرق تحقيق ذلك هي وجود هيئة مالية علمية واحدة إلا أن ذلك ليس خيارا واقعا بالنسبة للمستقبل المنظور فالمسؤوليات التنظيمية مسألة تتعلق بالسيادة الوطنية وعلى أية حال فعلى الحكومات الوطنية أن تتخذ قرارات مكلفة عندما تواجه مؤسساته صعوبات وهكذا فإن تنسيق التنظيم من الناحية العلمية لا بد أن يتحقق من خلال هيئات دولية.

2. **إصلاح وتنظيم عمل الأسواق المالية:** إن الدروس المستخلصة من الأزمة المالية العالمية تفرض ضرورة تبنى إصلاحات حيث تم إدراج العديد من المقترحات لتنظيم عمل الأسواق المالية<sup>1</sup>:

أ. **سد فجوات المعلومات:** إن عدم قدرة المشرفين في الأسواق المالية على معرفة حائزي المنتجات المالية المهيكلة ساهم بشكل كبير في تفاقم الأزمة خاصة وأن هذه المخاطر جزئت إلى عدة شرائح ولما كانت الأسواق المالية تعمل بشكل جيد في حالة توفير المزيد من المعلومات حول تقنيات تقييم الأصول وحول البيانات والافتراضات الأساسية التي من شأنها السماح بتسعير أفضل للمنتجات المالية وأنه يجب التأكيد على جمع المعلومات التي يمكن أن تسمح ببناء مؤشرات تحذر من المشاكل كما يجب على المحللين التفكير في نوع المعلومات

1 - لورا كودريس - أديتيا نارين ، ما الذي يتعين علينا عمله؟ في : ( مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46 ، العدد 1 ، مارس 2009 ، ص ص : 23-24).

التي يمكن أن تعطي تقييمات تتطلع للمستقبل عن المخاطر النظامية في المؤسسات والأسواق ويتطلب الإفصاح عن نماذج وتقنيات التقييم لإتاحة الفرصة للمستثمرين والحكم بشكل أفضل على مخاطر ما يقومون بشراؤه.

ومن هنا فإن التحليل الجيد للمخاطر من شأنه أن يؤدي إلى سد فجوات المعلومات وهذا ما يستدعي توفر بيانات بشأن تعرض البنوك من الناحية النظامية والمؤسسات المالية غير البنكية للمخاطر ومستويات تركيز تلك المخاطر فيما بين المؤسسات عبر الحدود.

**ب. توسيع محيط الإشراف التحذيري والتنظيم:** تفيد الدروس المستخلصة من الأزمة ضرورة توسيع محيط الإشراف التحذيري بحيث يتجاوز البنوك التجارية وقد كشفت الأزمة تدخل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ودعمه للمؤسسات غير البنكية حيث تم مساعدة مؤسسات الإقراض العقاري غير البنكية التي كانت وراء التعرض للمخاطر العالمية في أسواق العقار الأمريكية وهي غير خاضعة للرقابة التحذيرية. ولهذا يجب توسيع محيط التنظيم ليشمل المؤسسات والأسواق التي كانت خارج نطاق التنظيم والإشراف والتي تشمل:

- الأنشطة أو الكيانات غير الخاضعة للتنظيم.

- الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية مثل أدوات الاستثمار المهيكل التي يمكن استخدامها في الاستحواذ على أصول محفوفة بالمخاطر من البنوك أو الشركات الأخرى الخاضعة للتنظيم.

- شركات الاستثمار التي تبالغ في عمليات الاستدانة ( والتي تميل إلى عملية بيع الأصول قبل آجال استحقاقها لتقليل اعتمادها على الديون عندما تعتبر الاستدانة مفرطة)

**ت. تعديل سياسات البنوك المركزية:** من أهم الاقتراحات المستخلصة أيضا إشراف البنك المركزي على استقرار الأسواق المالية من أجل تحقيق فعالية السياسة النقدية وهذا ما يستدعي إدخال تعديلات على النظام البنكي كي يجعله ملائما للمال المعلوم بحيث تم تقديم العديد من الاقتراحات والتي تهدف إلى توفير السيولة للسوق النقدي ويمكن حصرها كمايلي:

- تمكين المؤسسات المالية غير البنكية الاستفادة من إعادة التمويل من طرف البنك المركزي من أجل تجنب انعكاس صعوباتها على البنوك.

- استعمال أداة الاحتياطات الإلزامية بطريقة أكثر انتقائية وذلك وفقا لتركيبية أصول البنوك ذلك أن الاحتياطات المرتبطة بعمليات التوريق مثلا أكبر من تلك المتعلقة بالقروض العادية.

- تسيير أكثر دقة لإعادة التمويل من قبل البنوك المركزية وفق احتياجات كل مجموعة بنكية.

**3. السلوكيات المسيرة للاتجاهات الدورية<sup>1</sup>:** يتعين وقوع حدوث دورات اقتصادية غير أن بعض الممارسات التنظيمية والمؤسسية قد تزيد من حدة التحركات الدورية وقد تتفاوت هذه الممارسات من تنظيمات رأس المال وقواعد رصد مخصصات الاحتياطي للبنوك إلى إدارة المخاطر وممارسات التعويض في الكثير من المؤسسات المالية. ويتمثل التحدي الذي يواجه التنظيم التحوطي في إزالة العناصر المسيرة

1 - لورا كودريس - أديتيا نارين ، مرجع سبق ذكره ، ص 24.



للاتجاهات الدورية بدون إبطال مفعول صنع القرارات المستندة إلى مخاطر داخل المؤسسات المالية وعلاوة على ذلك ينبغي أن يكون أي تحرك لإضافة تنظيمات تشترط رأس مال إضافي تدريجياً لتجنب إلحاق المزيد من الضرر بالنظام المال. إن أحد البنود الرئيسية على جدول أعمال تلطيف مسايرة الاتجاهات الدورية هو تنظيم رأس المال أي الأموال المطلوبة من المؤسسات أن تحتفظ بما لكي تستوعب الخسائر ، وينبغي إدخال العمل بحوافز من أجل تشجيع الشركات على تراكم احتياطات رأسمالية إضافية أثناء فترات الانتعاش والإفراج عنها خلال فترات الانكماش وهناك طرق عديدة للقيام بذلك غير أن إحدى الطرق البسيطة تتمثل في جعل اشتراطات رأس المال مضادة للتقلبات الدورية ، أي يرتفع مبلغ رأس المال المطلوب لدعم مستوى معين من الأصول أثناء فترات الازدهار وينخفض أثناء الأزمات الاقتصادية ومن الناحية المثالية يتعين أن تكون هذه التنظيمات المضادة للتقلبات الدورية مدججة في التنظيمات لتصبح عوامل تثبيت تلقائية بحيث تمكن المشرفين أن يقاوموا أثناء فترات الانتعاش ما يواجهونه من ضغوط من الشركات او السياسيين لترك الأمور تستمر في مسارها الصعودي. وقد أبرزت الأزمة دور الاستدانة لتحقيق الفعالية المالية فمن ناحية المبدأ ينبغي لاشتراطات رأس المال المرجح بالمخاطر التي تطالب برؤوس أموال للأصول أكثر خطر أكبر مما تطالب به للأصول الأقل خطراً غير أنه من المفيد أن تطبق نسبة مئوية قصوى لهذه الاستدانة.

رغم أن طرق المحاسبة بالقيمة العادلة التي تتطلب من المؤسسات أن تقيم الأصول باستخدام الأسعار السوقية تستخدم كمقياس أداء جيد في معظم الحالات فإن الأزمة أوضحت أنها يمكن أن تعمل في فترات التخفيف من الاستدانة على زيادة حدة عمليات الهبوط الحزوني في الأسعار. فإذا مت تعين على شركة ما أن تباع أصل ما بسعر منخفض فقد يتعين على شركات أخرى أن تقيم الأصول المماثلة بنفس السعر المنخفض وهو ما قد يتوجب على شركات أخرى على البيع وخاصة إذا كان لديها قواعد تمنع الاحتفاظ بأصول منخفضة القيمة ومن ثم فإنه ينبغي أن تسمح قواعد المحاسبة للشركات المالية التي لديها أصول متداولة بأن تخصص احتياطات تقييم تنمو لكي تعكس التقييمات المبالغ فيها أثناء الانتعاش وتعمل كواق من أي انتكاسات نحو القيم الأدنى أثناء الانكماش وبالمثل فإن قيم الأصول المستخدمة كرهونات مثل المنازل تميل أيضاً إلى التحرك مع الدورة ويتطلب الأمر مساحة أكبر في سجل قواعد المحاسبة للسماح بالإبلاغ عن تقييمات محافظة بدرجة أكبر استناداً إلى مؤشرات تتطلع للمستقبل وقابلة للقياس.

ومن بين سمات النظام المالي الأخرى المسايرة للاتجاهات الدورية تمويل السيولة أي قدرة الشركات المالية على الحصول على أموال من أجل الإقراض وتميل الأموال على أن تكون أكثر وفرة أثناء الانتعاش وأقل وفرة أثناء الانكماش ويتمثل خط الدفاع الأول لكفالة توفر الأموال المطرد في وجود تقنيات مدعمة لإدارة المخاطر السيولة في الشركات المالية وينبغي تشجيع الشركات على الاعتماد على أشكال التمويل أقل تقلباً مثل ودائع التجزئة وليس على تمويل الجملة قصير الأجل وقد يكون تحديد اشتراطات إضافية لرأس المال مستندة إلى المخاطر أو فرض نوع ما من الرسوم بمثابة طرائق كفاءة لإعادة تسعير السيولة من أجل التلطيف من حصة من المخاطر النظامية كما يتطلب من البنوك الاحتفاظ من الأصول السائلة المرتفعة الجودة.

4. تحسين أداء وكالات التصنيف الائتماني: لم تحل وظيفة وكالات التصنيف التي تهدف إلى تحسين شفافية المعلومات المالية وتقليص عدم تناظرها دون الوقوع الأزمة أو توقعها كما لم تحسن التصرف عند تفجر الأزمة حيث قامت بتخفيض التقييد بدلا من تعديله مما تسبب في تفاقم التطاير وهو ما يستدعي تحسين أداء هذه الوكالات فيما يخص النقاط التالية<sup>1</sup>:
- التحلي بالشفافية من خلال المناهج المتبعة.
  - الأخذ بعين الاعتبار في تقييماتها: مخاطر السيولة، التشغيل، والإفراض.
  - انتهاج طرق تهدف إلى التقليل من نزاع المصالح بين المصدرين ووكالات التصنيف.

5. دور الدولة في الاقتصاد: إن الدور الذي لعبته الحكومات في الأزمة الأخيرة أعاد تأكيد دور الدولة في توجيه الاقتصاد ودفع دول العالم إلى انتهاج سياسات نصت على تدخل الدولة بقوة ضخم مبالغ كبيرة من رؤوس الأموال وتأمين عدد من البنوك والمؤسسات المالية لمنع تعرضها للاختيار والتأمين على الودائع فضلا عن إجبار حكومات بعض البنوك التي لم تتأثر بالأزمة على استحواذ البنوك التي كانت على وشك الانهيار وأخيرا تدخل الحكومات من خلال صناديق الاستثمار العامة لشراء الأسهم لإنقاذ أسواق المال من الانهيار. والواقع أن الحكومات لم يكن لديها خيار سوى التدخل لإنقاذ النظام المالي من الانهيار وتوفير حوافز مالية عامة للتغلب على الانكماش الحاد في طلب القطاع الخاص حيث أن ثقة المستثمرين في الجدارة الائتمانية للحكومات كانت عنصرا رئيسيا في منع هذا الانهيار كما أعلنت الكثير من الدول خططا لحماية المجموعات المعرضة للخطر بما في ذلك تقوية إعانات البطالة والتحويلات النقدية للفقراء ودعم الأطفال وأرباب المعاشات. وهذا ما أكدته "ستيغليز"<sup>2</sup> عدة مرات من خلال كتاباته ومواقفه وحدود إخفاقات الدولة واعتبارها شريكين يجب أن يتعاونوا أما طبيعة هذا التعاون فيختلف حسب البلدان تبعا لمستوى تطور كلا منها على الصعيدين السياسي والاقتصادي<sup>3</sup>.

6. إصلاحات لجنة بازل لمواجهة التقلبات الدورية: كشفت الأزمة الأخيرة عن العديد من نقاط الضعف في عمليات إدارة المخاطر وإفراط البنوك في تقديم تسهيلات الإقراض وسوء إدارة محافظ القروض، بالرغم من توفر الإطار الجديد لكفاية رأس المال أي بازل الثاني فإنه لم يحل دون وقوع الأزمة خاصة وأنه يهدف إلى الاستقرار المالي الدولي عن طريق ضمان قدرة البنوك على تقييم مخاطرها وإدارتها بصورة فعالة فقد تم اعتماده من قبل الجهات المنظمة للبنوك باعتباره معيارا دوليا لرأس المال تحتاج البنوك إلى إتباعه للتصدي للمخاطر الحالية والمحتملة. ونظرا لوجود ثغرات في بازل 2 والانتشار الكبير للمنتجات المالية والتوسع الكبير للتوريق فقد ظهرت ضرورة تطوير وتعزيز إطار عمل بازل 2 حيث أصدرت لجنة بازل تعديلات إضافية في جويلية 2009 وفي هذا الإطار تم إصلاح عملية التوريق فقامت بإدراج وزن

1 - نوبل ساكسا، منع الأزمات في المستقبل - أولويات للإصلاح التنظيمي بعد الانهيار، في: (مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مجلد رقم 45، العدد 04، ديسمبر 2008، ص14)

2 \* جوزيف إ.ستيغليز، حامل جائزة نوبل للاقتصاد، في سنة 1993 غادر الجامعة وذلك بعد أن كان قد مارس التعليم والبحث فيها سنيهاً عديدة للانضمام إلى لجنة المستشارين الاقتصاديين للرئيس بيل كلينتون، وهي لجنة مؤلفة من ثلاثة خبراء يعينهم الرئيس لتقديم المشورة في الحقل الاقتصادي إلى مؤسسات السلطة التنفيذية الأميركية. وفي سنة 1997 دخل ستيغليز البنك الدولي حيث شغل منصب النائب الأول للرئيس ورئيس الاقتصاديين لمدة ثلاث سنوات تقريباً، ويقول هنا بأنه ما كان بإمكانه اختيار حقبة أكثر سحراً في عالم الاقتصاد من تلك الحقبة، فالسنوات السبع التي أمضاها في واشنطن هيأت له وضعاً مؤثراً للغاية كي يرصد التحول في روسيا والأزمة المالية التي انطلقت من آسيا الشرقية سنة 1997، لتمتد بعدها إلى العالم كله. وقد كان دائم الاهتمام بالتنمية الاقتصادية، وأن ما شاهده غير أفكاره بصورة جذرية حول الموضوع.

3 - بهية بوكروح، مرجع سبق ذكره، ص 177.

أعلى للمخاطر فيما يخص إعادة التوريق وهذا ما يعكس بشكل أفضل المخاطر المرتبطة بهذه المنتجات ، والواقع أن الإصلاحات لم تقتصر على هذا الجانب بل شملت إدراج بازل 3 وهو عبارة عن مجموعة شاملة من التدابير الإصلاحية التي وضعتها لجنة بازل للرقابة البنكية لتعزيز التنظيم والإشراف وإدارة المخاطر في القطاع البنكي حيث تهدف هذه التدابير إلى<sup>1</sup>:

- تحسين قدرة القطاع البنكي على مواجهة الصدمات الناشئة عن الضغوط المالية والاقتصادية أيا كان مصدرها.
- تحسين إدارة المخاطر
- تعزيز شفافية البنوك وعملية الإفصاح

- إن ابرز هذه الإصلاحات هو الرفع من متطلبات وجود رأس المال حيث يتم زيادة نسبة كفاية رأس المال من 8% إلى 10.5% والتحسين من جودة رأس المال وبهذا يصبح النظام البنكي أكثر قوة عن طريق تعزيز نوعية وكمية أموالها الخاصة فضلا عن إدراج مخصصات تحوطية لمواجهة التقلبات الدورية والتي تنص على تخصيص رأس المال تحوطي إضافي بهدف مواجهة التقلبات الدورية الاقتصادية من نسبة تتراوح من 0% إلى 2.5% وذلك وفقا للظروف المحلية لكل بلد بهدف الحماية من المخاطر التي تحل بالنظام البنكي بسبب النمو المرتفع للقروض وتجدد الإشارة أنه تم وضع الترتيبات اللازمة للتطبيق التدريجي لهذه الاقتراحات حتى تتاح للبنوك فرصة التحول إلى هذه المعايير .

**7. إصلاح الحوكمة العالمية:** يقصد بالحوكمة المثالية عملية القيادة التعاونية والتي تجمع مع الحكومات والمؤسسات الدولية متعددة الأطراف والمجتمع المدني لتحقيق أهداف مقبولة لدى الجميع وهي توفر توجيهها استراتيجيا وتحشد الطاقات الجماعية لمواجهة التحديات العالمية ولكي تكون فعالة ينبغي أن تكون شاملة وقادرة على تخطي الحدود والمصالح الوطنية والقطاعية. والواقع أن ما يميز النظام الدولي الذي تلتقي فيه الحكومات الوطنية مع للإشراف على القضايا العامة هو أن مجزأ ومتخصص ويعتمد على قوى السوق والمنافسة وفي هذا الإطار تصبح المؤسسات الدولية أكثر تطلعا للداخل وتركز على كيفية تقييم أدائها ومحاولة تحسينه بدرجة أكبر مما تركز على كيفية العمل مع الشركاء لتحقيق الأهداف المشتركة وكلما كانت هياكل الحكومة وعملياتها أضعف في داخل قطاعات معينة قل التوجه الداخلي والخارجي والوعي به وتضاءل تلاحم الأنشطة بين القوى الفاعلة وتصيح كل مؤسسة أقل فعالية ويعاني النظام بأسره. وبالرغم من وجود مجموعات تهدف إلى توجيه الاقتصاد العالمي مثل مجموعة العشرين التي تجتمع بانتظام وتصدر بيانات عن كيفية عمل الحكومات القومية ومختلف المؤسسات متعددة الأطراف للتصدي للاضطرابات مثلما حدث في الأزمة الأخيرة، إلا أنه يتطلب إصلاح الحوكمة العالمية والانتقال على نظام عالمي وآليات جديدة من الحوكمة يمكن أن تسخر مختلف الطاقات والموارد بطريقة متماسكة. إن الحوكمة العالمية تحشد مختلف الطاقات لمواجهة المشكلات العالمية وتقوم بتقديم توجيهات إستراتيجية ولكي تكون فعالة يجب أن تكون قائمة على مساهمة مختلف الأطراف وديناميكية وتتجاوز المصالح الوطنية وأن تكون مرنة وديمقراطية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - بهية بوكروح ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 178 - 179 .

<sup>2</sup> - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره ، ص 248 .

8. موقف النظام الإسلامي والمصرفية الإسلامية من الأزمة المالية العالمية: لقد تبين من تحليل أسباب الأزمة المالية العالمية أنها تتركز حول النظم الوضعية الآتية<sup>1</sup>:

- نظام الفائدة (الربا) على الودائع ونظام الفائدة على القروض
- نظام جدولة الديون أخذًا وعطاءً
- نظام بيع الديون
- نظام المشتقات الذي يقوم على المعاملات الاحتمالية والحظ.

فوفقاً لقواعد وضوابط النظام المالي والاقتصادي الإسلامي ومؤسساته المالية يحرم كل هذه النظم التي كانت سبباً في وجود الأزمة وتعارض مع فطرة الإنسان ومقاصده الشرعية، فهذه القواعد تحقق الأمان والأمن والاستقرار وتقليل المخاطر، حيث أكد خبراء من علماء الاقتصاد الوضعي أن نظام المشتقات المالية لا تسبب تنمية اقتصادية حقيقية بل هي وسيلة من وسائل خلق النقود التي تسبب التضخم وارتفاع الأسعار كما تقود إلى أزدل الأخلاق وتسبب الانهيار السريع في المؤسسات المالية. كما حرمت الشريعة الإسلامية كافة صور وأشكال بيع الدين بالدين مثل خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد كما حرمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة لأن هذا سبب اشتعال الأزمة<sup>2</sup>.

وهناك بعض الأدوات المالية الإسلامية والتي هي عبارة عن الأوراق المالية المستحدثة وفق أحكام الشريعة الإسلامية مثل سندات المقارضة، شهادات ودائع استثمارية، شهادات صناديق التمويل لهيئة الاستثمار ويمكن تعريفها كما يلي: "هي صك يمثل حصة شائعة في مال جمع بقصد استثماره للحصول على ربح يصدره الشخص المستثمر بصفته مضارباً أو يصدره شخص آخر لحساب المستثمر يقبل التداول والتحويل إلى نقوده"<sup>3</sup>.

1 - بلدغم فتحي، سبل الخروج من الأزمة المالية العالمية، مداخلة ملقاة في اليوم الدراسي حول استراتيجيات الخروج من الركود الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010/01/12.

2 - عصام أبو النصر - أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي - دار النشر للجامعات - مصر - 2006 - ص 122.

3 - محمد صبري هارون - أحكام الأسواق المالية - دار النفائس - عمان - الطبعة 2 - 2009/1429 - ص 272.

### خلاصة الفصل الرابع

من خلال ما تناولناه في هذا الفصل الذي قسمناه إلى ثلاث مباحث، وبعد ما تناولنا مبحث خاص بالدراسات السابقة المتعلقة من جهة بالبورصة والنمو الاقتصادي، ومن جهة أخرى تناولنا دراسات متعلقة بالأزمات والتي مفادها تبيان أن البورصة على الرغم من أهميتها في تمويل النشاطات الاقتصادية إلا أنها بمجرد تعرضها لانهيارات تحدث الأزمة وتقضي على اقتصاد البلد برمته. ومن هذا المنطلق بعدما تطرقنا للفصول الثلاثة حول الجوانب النظرية لكل من البورصة والنمو الاقتصادي والأزمات وحتى الأزمة الأخيرة وأضرارها وارتداداتها، خصصنا هذا الفصل لمبحث حلول مواجهة الأزمة المالية العالمية التي تم إتباعها للاتجاه نحو الانتعاش والعودة للازدهار من جديد، لكن مررنا أولاً بدراسة تطبيقية باستخدام نموذج GARCH على بيانات سلسلة التسعيرة المستمرة لمؤشر كاك 40 لبورصة باريس وبعد تحديد العوائد توصلنا إلى أن الأزمة المالية العالمية تؤثر على العائد ومفسرة إحصائياً.

فالتدابير الاستثنائية تم التعامل معها وفق مراحل كانت البداية بالتدخل لاحتواء العدوى واستعادة الثقة في النظام، والمرحلة الثانية ركزت على التعامل مع الآثار الاقتصادية الكلية أما الثالثة اهتمت بالتنسيق الدولي حيث عقدت عدة اجتماعات لتحقيق الانتعاش وتجاوز مرحلة الخطر.

بالرغم من هذه التدابير وتحقيق آفاق الانتعاش إلا أنه يتوجب الاستناد إلى العديد من الإجراءات والشروط كتعزيز الأنظمة المالية عن طريق تحسين الرقابة الاحترازية وتحسين إدارة المخاطر وتنظيم عمل الأسواق المالية وتدعيم التعاون الدولي، مع ضرورة تنظيم القطاع المالي بشكل محكم لتمويل الاقتصاد الحقيقي بوصفه محركاً للنمو الاقتصادي.



الخاتمة العامة



من خلال هذه الدراسة حاولنا أن نبين الأضرار الأساسية والملحقة لأزمة 2008 وارتداداتها: توقع الأزمات المستقبلية وذلك من خلال أربعة فصول.

في الفصل الأول تطرقنا لكل الأساسيات المتعلقة بالبورصة ووظائفها وتقسيمها وتنظيم التعامل فيها وتداول الأوراق المالية، إضافة إلى الأساسيات المتعلقة بالنمو الاقتصادي ومؤثراته ومخترلف النظريات التي فسرتة، كما تناولنا العلاقة بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي مع مختلف الدراسات السابقة إضافة عن بعض النماذج من البورصات كبورصة اليابان والبورصات الأمريكية والبورصات الفرنسية وأيضاً بورصة الجزائر مع اقتراح شروط الكفاءة لمحاولة إعادة حيويتها. ومن جهة أخرى تناولنا في هذا الفصل الأساسيات المتعلقة بالأزمات عبر الفكر الاقتصادي من الفكر الكلاسيكي، النيوكلاسيكي، الكينزي وحتى مدرسة التوقعات العقلانية إضافة إلى أنواعها المختلفة وعناصرها وقنوات انتشارها إضافة إلى النظريات التي فسرتها من نظرية الدورة الاقتصادية، نظرية الإفراط في الإنتاج، نظرية الإفراط في رأس المال وغيرها من النظريات. كما تناولنا كذلك في هذا الفصل للنموذج الرأسمالي ودلالاته لحدوث الأزمات.

إذن يتبين من هذا الفصل أن البورصة تلعب دور هام في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك بتقديمها لوظائفها عديدة للاقتصاد الوطني أهمها حشد وتعبئة وتوجيه الموارد المالية والمساهمة في تخصيص هاته الموارد بكفاءة من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهة الاقتصادية.

ومع اتجاه الأسواق المالية نحو الانفتاح والتكامل لتوفير فرص الاستثمار الأفضل لرؤوس الأموال مما ساهم في زيادة صافي حركة رؤوس الأموال إلى الدول النامية مما أتاح لها زيادة الاستثمار والإنتاج وفرص العمل وتعزيز نموها الاقتصادي.

فبالأسواق المالية تعتبر احد أهم المراكز الاقتصادية الدولية إلا أنها تعاني من هاجس يطاردها وهو الأزمات المالية حيث أن أبرز مثال على أهمية وتأثير الأسواق المالية في أداء الاقتصاد ككل ما حدث في أسواق الدول العالمية حيث تعرضت هذه الدول لأزمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أسواقها، وتحول هذه الأزمات المالية إلى أزمات اقتصادية وهذا ما وضحناه في الفصل الثالث، لكن قبل ذلك تعرضنا للفصل الثاني وتناولنا فيه لأهم الأزمات المالية في العالم.



إذ من خلال الفصل الثاني تبين أن الأزمات الاقتصادية والمالية لها آثار سلبية عديدة لا تقتصر على الجانب الاقتصادي بل تمتد إلى الجوانب الأخرى كالجوانب السياسية والاجتماعية والصحية والتعليمية ، فأزمة 1929 وقعت لتكون دليلا على وجود خلل جوهري في الفكر الرأسمالي وقد حدث بعد ذلك تحولات وتغييرات واضحة في النظام الرأسمالي ، وفي التسعينات جاءت العولمة كمرحلة جديدة لكن العالم لم يصبح أفضل حالا بعد العولمة فقد تراجعت الأوضاع الاقتصادية وتوالت الأزمات من أزمة المكسيك ، الأزمة الآسيوية ، الأزمة الروسية والأزمة الأرجنتينية والأزمة التركية وغيرها من الأزمات التي ألحقت أضرار فادحة باقتصاديات معظم دول العالم.

إلا أن الأزمة المالية العالمية سنة 2008 من أشد هذه الأزمات وأخطرها خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي على احتوائها حيث أنها أطاحت بمجموعة من البنوك وانخفضت البورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية بمعدلات غير مسبوقه كما خسرت اقتصاديات العالم حوالي 50 تريليون دولار من قيمة أصوله المالية سنة 2008 من بينها 9.6 تريليونات دولار في آسيا كما أدت إلى انكماش حاد في سوق العمل بأنحاء العالم كافة ، وكل هذا تطرقنا إليه في الفصل الثالث بتناول الأضرار الأساسية والملحقة إضافة إلى الموجات الارتدادية.

فالأضرار الأساسية وضحتها من خلال انتشار الأزمة في الأسواق المالية وانتقال العدوى مستدلين في ذلك مؤشرات الانهيار في مختلف بورصات العالم لكن قبل كل هذا تناولنا جانب نظري خاص بالعولمة المالية والتحرير المالي ، مظاهرها التي تتمثل في كل من اللامساواة المالية، اللاتنظيم وإزالة الحواجز .

إذن أزمة 2008 امتدت إلى الأسواق المالية و عصفت بمجمل الأعوان الاقتصاديين لتشمل القطاع الحقيقي لاقتصاديات الدول، وبما أن الو.م.أ هي قلب الاقتصاد العالمي تربطها علاقات تجارية قوية مع العديد من الدول لهذا عرفت ركودا في ظل تراجع مستويات الاستهلاك والاستثمار حيث لم تقتصر الانعكاسات على الدول الكبرى فحسب وإنما على الدول الناشئة والنامية تسبب في ارتفاع تكاليف حقيقية ولا سيما تلك المتعلقة بحجم الإنتاج والتدفقات التجارية ومعدلات البطالة.

بالرغم من أن الدول التي مستها الأزمة اتخذت تدابير استثنائية ترمي إلى وضع خطط الإنقاذ المالي والإنعاش الاقتصادي للحد من تداعياتها إلا أن الاقتصاد العالمي ظل مضطربا في ظل سيادة أجواء عدم اليقين وعدم اكتمال سيورة الإصلاح والإنعاش، إلا أن هذه الوضعية أدت إلى ظهور تحديات جديدة اعتبرت بمثابة ارتدادات للأزمة حيث كان من الصعب الحديث عن التعافي والانتعاش وهذا ما ظهر جليا من خلال أزمة اليونان وأزمة الديون السيادية الأوروبية والأمريكية حيث تم تسجيل

مستويات عالية من المديونية وضعف النظام المالي والبنكي مع انخفاض القدرة على السداد للديون وانخفاض ثقة المستثمرين مع ردود أفعال متأخرة وغير كافية.

نأتي إلى الفصل الرابع والأخير والذي قسمناه إلى ثلاث مباحث لكن نشير إلى أننا تناولنا من قبل دراسات سابقة متعلقة من جهة بالبورصة والنمو الاقتصادي ومن جهة أخرى تناولنا دراسات متعلقة بالأزمات والتي مفادها تبيان أن البورصة على الرغم من أهميتها في تمويل النشاطات الاقتصادية إلا أنها بمجرد تعرضها لاختيارات تحدث الأزمة وتقضي على اقتصاد البلد برمته. ومن هذا المنطلق بعدما تطرقنا للفصول الثلاثة حول الجوانب النظرية لكل من البورصة والنمو الاقتصادي والأزمات وحتى الأزمة الأخيرة وأضرارها وارتداداتها ، تبين أن البورصة بين النمو الاقتصادي والأزمات و خصصنا هذا الفصل لاكتمال الدورة الاقتصادية أي لبحث حلول مواجهة الأزمة المالية العالمية التي تم إتباعها للاتجاه نحو الانتعاش والعودة للازدهار من جديد. لكن مررنا أولاً بدراسة تطبيقية باستخدام نموذج GARCH على بيانات سلسلة التسعيرة المستمرة لمؤشر كاك 40 لبورصة باريس وبعد تحديد العوائد توصلنا إلى أن الأزمة المالية العالمية تؤثر على العائد ومفسرة إحصائياً.

### نتائج الدراسة :

استناداً إلى الفرضيات محل الدراسة استخلصنا النتائج التالية :

- يتسم المجتمع بالنشاطات الاقتصادية والهدف الرئيسي من هذه النشاطات هو إشباع الحاجات الإنسانية وتمثل قدرة أي اقتصاد في ناتجه الوطني المحقق ، حيث أن زيادة الناتج الوطني مع إمكان تحقيق زيادة في مستوى دخل الفرد وبالتالي تحسين الوضع الاجتماعي ، كل هذا يدل على أن الدولة وصلت إلى وضع اقتصادي يمكنها من الاستمرار بشكل تلقائي في توجيه قدر من فائضها نحو النمو الاقتصادي.
- يعتبر التمويل أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد باعتباره يتضمن طريقة التي يريد بها الأشخاص توزيع الموارد المالية النادرة في حين الحاجة إليها ويضمن سير النشاط الاقتصادي. فمصادر التمويل متعددة منها التمويل المباشر من خلال الأسواق المالية حيث تعمل على جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي ، وتحوله من مال عاطل حامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.
- البورصات والأسواق المالية توفر أموالاً مثلها مثل البنوك من أجل سد الاحتياجات المالية في الاقتصاد وبالتالي دفع عجلة النمو الاقتصادي ، وذلك باعتبارها تشهد على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة أنتجت صوراً إبداعية لأدوات الاستثمار مثل المشتقات المالية ، فضلاً عن دورها الحيوي في المجتمع كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في

الاقتصاد من سد احتياجاتها المالية ، فهي تساهم في تمويل النشاطات الاقتصادية وذلك بالنسبة للبورصات الأمريكية (خاصة بورصة نيويورك) كونه يحتل المركز الأول في العالم والبورصات الفرنسية وبورصات اليابان كونها هي الأخرى تحتل مكانة ضمن الأسواق الدولية.

● يقترح مجموعة شروط وحلول لإعادة حيوية بورصة الجزائر كأن تدرج المؤسسات على مستواها والحد من العراقيل القانونية وهذا حتى تساهم في تمويل الاقتصاد بفعالية.

● إن البورصة تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي حيث تطرقنا لمجموعة دراسات توضح ذلك إلا أن أبرز مثال على أهمية البورصة هو أنه ما يحدث فيها من أزمات مالية والتي تتحول إلى أزمات اقتصادية تؤثر في الأداء الاقتصادي ككل.

● إن أزمة 1929 وقعت لتكون دليلا على وجود خلل جوهري في الفكر الرأسمالي وقد حدث بعد ذلك تحولات وتغييرات واضحة في النظام الرأسمالي ، وفي التسعينات جاءت العولمة كمرحلة جديدة لكن العالم لم يصبح أفضل حالا بعد العولمة فقد تراجعت الأوضاع الاقتصادية وتوالت أزمات أخرى حتى لأزمة 2008 وارتداداتها وهذا يثبت صحة الفرضية الأولى أن النظام الرأسمالي هو مصدر لدورية الأزمات.

● إن العولمة المالية والتحرير المالي زادت من اتجاه الأسواق المالية نحو الانفتاح والتكامل لتوفير فرص الاستثمار الأفضل لرؤوس الأموال مما ساهم في زيادة صافي حركة رؤوس الأموال إلى الدول النامية مما أتاح لها زيادة الاستثمار والإنتاج وفرص العمل وتعزيز نموها الاقتصادي.

● بالرغم من هذه الإيجابية المذكورة أعلاه إلا أن اللاوساطة المالية، اللاتنظيم ، إزالة الحواجز كلها مظاهر العولمة المالية والتي تشير إلى الاندماج في الأسواق المالية حيث عندما تنهار بورصة معينة يليها انهيار في كل بورصات العالم وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية أن العولمة المالية سبب انتشار الأزمات.

● هدفت الدراسة التطبيقية إلى بناء نموذج مناسب يفسر سلوك سلسلة العوائد لبورصة باريس التي تم استخلاصها انطلاقا من سلسلة التسعيرة اليومية المستمرة لمؤشر كاك 40 باستخدام نموذج GARCH ، وأظهرت النتائج أن النموذج الملائم هو نموذج  $GARCH(2,2)$  .

● بتطبيق هذا النموذج على سلسلة العوائد تبين أن للأزمة المالية العالمية تأثير على العوائد بالسلب ومفسرة إحصائيا.

● كشفت الدراسة عن خطورة الأزمة المالية العالمية وعن مجموعة من النتائج أبرزها غموض الميكانيزمات المعتمدة في تزويد الأسواق المالية بالسيولة حيث شكلت العمليات المالية عالية المخاطر سببا رئيسيا للأزمة.

- تبين من خلال الدراسة كذلك أن البنوك استعملت مشتقات القروض بحثا عن العوائد المرتفعة ولم تساهم الإبداعات المالية في خلق منتجات مالية لضمان استقرار أكبر للنظام المالي كما أدت عملية التوريق إلى عدم مقدرة الفاعلين في الأسواق المالية على التقييم الصحيح للمنتجات الجديدة .
- كشفت الدراسة كذلك عن نقاط الضعف في الكيفية التي يتم بها رقابة المؤسسات المالية وتنظيمها وفشل إدارة المخاطر في مواكبة الإبداع المالي.
- بالرغم من التدابير للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية وتحقيق آفاق الانتعاش فقد برزت تحديات جديدة لا سيما ارتفاع مستويات الدين العام والتي من شأنها أن ترفع من حدة المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي وهذا ما يستوجب الاستناد إلى العديد من الإجراءات والشروط كضوابط تفعيل دور صندوق النقد الدولي كإصلاح نظام الحصص وإعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية، تعزيز الأنظمة المالية عن طريق تحسين الرقابة الاحترازية وتحسين إدارة المخاطر وتنظيم عمل الأسواق المالية وتدعيم التعاون الدولي، مع ضرورة تنظيم القطاع المالي بشكل محكم لتمويل الاقتصاد الحقيقي بوصفه محركا للنمو الاقتصادي.
- بالرغم من وجود مجموعات تهدف إلى توجيه الاقتصاد العالمي مثل مجموعة العشرين التي تجتمع بانتظام وتصدر بيانات عن كيفية عمل الحكومة للتصدي للأزمات مثلما حدث في الأزمة المالية العالمية إلا أنه يتطلب إصلاح الحوكمة العالمية تحشد مختلف الطاقات لمواجهة المشكلات العالمية وتقوم بتقديم توجيهات إستراتيجية.
- ما حدث خلال الأزمة المالية العالمية يعيد تأكيد دور الدولة في توجيه الاقتصاد ودفع العالم إلى انتهاج سياسات نصت على تدخل الدولة بقوة عن طريق ضخ مبالغ كبيرة من رؤوس الأموال وتأمين عدد من البنوك والمؤسسات المالية لمنع تعرضها للانهيار والتأمين على الودائع.
- وفقا لقواعد النظام المالي والاقتصادي الإسلامي ومؤسساته المالية يحرم كل من النظم التي ذكرناها سابقا كالمشتقات التي كانت سببا في وجود الأزمة ولا تسبب تنمية اقتصادية حقيقية وأحل التعامل بالأدوات الإسلامية مثل شهادات صناديق التمويل لهيئة الاستثمار و التي هي عبارة عن صك يمثل حصة شائعة في مال جمع بقصد استثماره للحصول على ربح يصدره الشخص المستثمر بصفته مضاربا أو يصدره شخص آخر لحساب المستثمر يقبل التداول والتحويل إلى نقوده.
- بالرغم من كل هذه الحلول، الاقتراحات والشروط ، الإصلاحات والتوصيات بخصوص تفادي الأزمة إلا أنه في الأخير نؤكد صحة الفرضية الأولى بعدما أثبتناها أن الأزمات دورية.

# ملاحق

## ملحق 01: أقوى المؤسسات المدرجة والمكونة لمؤشر كاك 40

Entreprise	Secteur	Poids Indiciel	Capitalisation boursière
<b>Accor</b>	Hôtellerie	0,70	6,72
<b>Air Liquide</b>	Gaz Industriel	2,92	28,15
<b>Alstom</b>	Transport et énergie	1,07	10,29
<b>Arcelor-Mittal</b>	Acier	2,09	20,17
<b>AXA</b>	Assurance	3,33	32,13
<b>BNP Paribas</b>	Banque	5,93	57,15
<b>Bouygues</b>	BTP Télécommunications	0,69	6,63
<b>Cap Gemini</b>	Service informatique	0,60	5,79
<b>Carrefour</b>	Distribution	1,47	14,18
<b>Crédit agricole</b>	Banque	1,86	17,96
<b>Danone</b>	Agroalimentaire	3,34	32,24
<b>EADS</b>	Aéronautique	3,00	28,90
<b>EDF</b>	Energie	2,81	27,13
<b>Essilor</b>	Optique	1,62	15,62
<b>France Télécom</b>	Télécommunications	2,07	20,03
<b>GDF Suez</b>	Energie	3,65	35,18
<b>Gemalto</b>	Télécommunications	0,72	6,15
<b>L'Oréal</b>	Cosmétique	6,97	67,17
<b>Lafarge</b>	Ciment	1,36	13,11
<b>Legrand</b>	Matériel Electrique	0,93	8,93
<b>LVMH</b>	Luxe	7,00	67,52
<b>Michelin</b>	Pneumatique	1,26	12,14
<b>Pernod Ricard</b>	Spiritueux	2,65	25,59
<b>Kering (ex PPR)</b>	Luxe	2,25	21,69

<b>Publicis</b>	Publicité	1,09	10,50
<b>Renault</b>	Automobile	1,48	14,23
<b>Safran</b>	Aéronautique	1,48	14,27
<b>Saint-Gobain</b>	Matériaux de construction, Verre	1,68	16,23
<b>Sanofi</b>	Pharmacie	9,89	95,36
<b>Schneider Electric</b>	Matériel électrique	3,13	30,18
<b>Société Générale</b>	Banque	2,43	23,40
<b>Solvay</b>	Chimie	0,98	9,44
<b>STMicroelectronics</b>	Semi-conducteurs	0,60	5,80
<b>Technip</b>	Ingénierie pétrolière	0,94	9,04
<b>Total</b>	<b>Pétrole</b>	9,15	88,25
<b>Unibail-Rodamco</b>	Immobilier	1,64	15,85
<b>Vallourec</b>	Tubes	0,51	4,94
<b>Véolia Environnement</b>	Services Collectifs	0,50	4,89
<b>Vinci</b>	BTP	2,10	20,29
<b>Vivendi</b>	Télécommunications, Divertissement	2,15	20,77

ملحق 02: أداء مؤشر كاك 40 السنوي

CAC 40	CAC 40 GR	CAC 40 NR
--------	-----------	-----------

Année	Valeur	Performance	Valeur	Performance	Valeur	Performance
1987	1 000,00	-	1 000,00	-	1 000,00	-
1988	1 573,94	+ 57,4 %	1 623,50	+ 62,35 %	1 606,82	+ 60,68 %
1989	2 001,08	+ 29,5 %	2 124,53	+ 30,86 %	2 082,58	+ 29,61 %
1990	1 517,93	- 24,06 %	1 657,91	- 21,96 %	1 609,91	- 22,70 %
1991	1 765,66	+ 15,5 %	1 996,10	+ 20,40 %	1 916,19	+ 19,02 %
1992	1 857,78	+ 5,2 %	2 169,57	+ 8,69 %	2 060,31	+ 7,52 %
1993	2 268,22	+ 22,1 %	2 735,38	+ 26,08 %	2 570,48	+ 24,76 %
1994	1 881,15	- 17,5 %	2 340,49	- 14,44 %	2 176,64	- 15,32 %
1995	1 871,97	- 4,30 %	2 406,75	+ 2,83 %	2 213,92	+ 1,71 %
1996	2 315,73	+ 23,24 %	3 070,84	+ 27,59 %	2 795,90	+ 26,29 %
1997	2 998,91	+ 29,34 %	4 082,82	+ 32,95 %	3 684,87	+ 31,80 %

1998	3 942,66	+ 37,31 %	5 473,60	+ 34,06 %	4 908,03	+ 33,19 %
1999	5 958,32	+ 51,12 %	8 437,21	+ 54,14 %	7 515,81	+ 53,13 %
2000	5 926,42	- 0,54 %	8 517,60	+ 0,95 %	7 550,48	+ 0,46 %
2001	4 624,58	- 21,97 %	6 786,03	- 20,33 %	5 975,25	- 20,86 %
2002	3 063,91	- 33,75 %	4 619,70	- 31,92 %	4 032,77	- 32,51 %
2003	3 557,90	+ 16,12 %	5 537,81	+ 19,87 %	4 785,01	+ 18,65 %
2004	3 821,16	+ 7,40 %	6 168,94	+ 11,40 %	5 268,31	+ 10,10 %
2005	4 715,23	+ 23,40 %	7 809,80	+ 26,60 %	6 669,63	+ 26,60 %
2006	5 541,76	+ 17,53 %	9 440,04	+ 20,87 %	8 061,85	+ 20,87 %
2007	5 614,08	+ 1,31 %	9 832,90	+ 4,16 %	8 397,36	+ 4,16 %
2008	3 217,97	- 42,68 %	5 866,91	- 40,33 %	5 010,38	- 40,33 %
2009	3 936,33	+ 22,32 %	7 484,93	+ 27,58 %	6 391,72	+ 27,57 %
2010	3 804,78	- 3,34 %	7 526,34	+ 0,55 %	6 364,57	- 0,42 %
2011	3 159,81	- 16,95 %	6 518,67	- 13,39 %	5 455,49	- 14,28 %
2012	3 641,07	+ 15,23 %	7 846,44	+ 20,37 %	6 482,85	+ 18,83 %
2013	4 295,95	+ 17,99 %	9 589,71	+ 22,22 %	7 840,99	+ 20,95 %
2014	4 272,75	- 0,54 %	9 849,44	+ 2,71 %	7 976,45	+ 1,73 %
2015	4 637,06	+ 8,53 %	11 025,92	+ 11,94 %	8 847,82	+ 10,92 %
2016	4 862,31	+ 4,86 %	12 005,34	+ 8,88 %	9 526,48	+ 7,67 %

CAC 40 : calculé hors dividendes (FR0003500008, PX1)

CAC 40 GR : calculé dividendes bruts réinvestis (QS0011131834, PX1GR)

CAC 40 NR : calculé dividendes nets réinvestis (QS0011131826, PX1NR)

### ملحق 03: اختبار ديكي فالر المطور ADF

### النموذج 01:

Null Hypothesis: R3 has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=25)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-50.61239	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.566091	
5% level	-1.940978	
10% level	-1.616595	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(R3)

Method: Least Squares

Date: 04/24/17 Time: 15:40

Sample (adjusted): 3 2051

Included observations: 2049 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R3(-1)	-1.109086	0.021913	-50.61239	0.0000



R-squared	0.555710	Mean dependent var	-2.81E-05
Adjusted R-squared	0.555710	S.D. dependent var	0.022180
S.E. of regression	0.014784	Akaike info criterion	-5.590079
Sum squared resid	0.447614	Schwarz criterion	-5.587334
Log likelihood	5728.036	Hannan-Quinn criter.	-5.589072
Durbin-Watson stat	2.005581		

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EViews 6**

النموذج 02:

Null Hypothesis: R3 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=25)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	-50.60217	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.433343	
5% level	-2.862748	
10% level	-2.567459	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(R3)

Method: Least Squares

Date: 04/12/17 Time: 12:34

Sample (adjusted): 3 2051

Included observations: 2049 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R3(-1)	-1.109141	0.021919	-50.60217	0.0000
C	0.000103	0.000327	0.314881	0.7529

R-squared	0.555732	Mean dependent var	-2.81E-05
Adjusted R-squared	0.555515	S.D. dependent var	0.022180
S.E. of regression	0.014787	Akaike info criterion	-5.589151
Sum squared resid	0.447592	Schwarz criterion	-5.583661
Log likelihood	5728.086	Hannan-Quinn criter.	-5.587138
F-statistic	2560.579	Durbin-Watson stat	2.005571
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EViews 6**

Null Hypothesis: R3 has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=25)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-50.60620	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.962526	
5% level	-3.412002	
10% level	-3.127908	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(R3)

Method: Least Squares

Date: 04/24/17 Time: 15:39

Sample (adjusted): 3 2051

Included observations: 2049 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R3(-1)	-1.109497	0.021924	-50.60620	0.0000
C	0.000591	0.000654	0.903066	0.3666
@TREND(1)	-4.76E-07	5.52E-07	-0.860852	0.3894
R-squared	0.555893	Mean dependent var		-2.81E-05
Adjusted R-squared	0.555459	S.D. dependent var		0.022180
S.E. of regression	0.014788	Akaike info criterion		-5.588537
Sum squared resid	0.447430	Schwarz criterion		-5.580302
Log likelihood	5728.457	Hannan-Quinn criter.		-5.585517
F-statistic	1280.498	Durbin-Watson stat		2.005600
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج 6 EVIEWS

## ملحق 04: اختبار Phillips – Perron

Null Hypothesis: R3 has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 18 (Newey-West using Bartlett kernel)

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-51.49089	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.566091	
5% level	-1.940978	
10% level	-1.616595	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000218
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000177

Phillips-Perron Test Equation  
 Dependent Variable: D(R3)  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/24/17 Time: 15:45  
 Sample (adjusted): 3 2051  
 Included observations: 2049 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R3(-1)	-1.109086	0.021913	-50.61239	0.0000
R-squared	0.555710	Mean dependent var		-2.81E-05
Adjusted R-squared	0.555710	S.D. dependent var		0.022180
S.E. of regression	0.014784	Akaike info criterion		-5.590079
Sum squared resid	0.447614	Schwarz criterion		-5.587334
Log likelihood	5728.036	Hannan-Quinn criter.		-5.589072
Durbin-Watson stat	2.005581			

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EViews 6**

النموذج 02:

Null Hypothesis: R3 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Bandwidth: 18 (Newey-West using Bartlett kernel)

	Adj. t-Stat	Prob.*
<b>Phillips-Perron test statistic</b>	-51.48592	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.433343	
5% level	-2.862748	
10% level	-2.567459	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000218
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000177

Phillips-Perron Test Equation  
 Dependent Variable: D(R3)  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/12/17 Time: 12:36  
 Sample (adjusted): 3 2051  
 Included observations: 2049 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

R3(-1)	-1.109141	0.021919	-50.60217	0.0000
C	0.000103	0.000327	0.314881	0.7529
R-squared	0.555732	Mean dependent var		-2.81E-05
Adjusted R-squared	0.555515	S.D. dependent var		0.022180
S.E. of regression	0.014787	Akaike info criterion		-5.589151
Sum squared resid	0.447592	Schwarz criterion		-5.583661
Log likelihood	5728.086	Hannan-Quinn criter.		-5.587138
F-statistic	2560.579	Durbin-Watson stat		2.005571
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EViews 6**

النموذج **03**:

Null Hypothesis: R3 has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 18 (Newey-West using Bartlett kernel)

	Adj. t-Stat	Prob.*
	-51.53505	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.962526	
5% level	-3.412002	
10% level	-3.127908	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000218
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000175

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(R3)

Method: Least Squares

Date: 04/24/17 Time: 15:41

Sample (adjusted): 3 2051

Included observations: 2049 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R3(-1)	-1.109497	0.021924	-50.60620	0.0000
C	0.000591	0.000654	0.903066	0.3666
@TREND(1)	-4.76E-07	5.52E-07	-0.860852	0.3894
R-squared	0.555893	Mean dependent var		-2.81E-05
Adjusted R-squared	0.555459	S.D. dependent var		0.022180
S.E. of regression	0.014788	Akaike info criterion		-5.588537
Sum squared resid	0.447430	Schwarz criterion		-5.580302
Log likelihood	5728.457	Hannan-Quinn criter.		-5.585517
F-statistic	1280.498	Durbin-Watson stat		2.005600
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EVIEWS 6**

ملحق 05: اختبار **GARCH** عند درجة  $(1,1)$  :  $(p, q)$

Dependent Variable: R3  
 Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution  
 Date: 04/12/17 Time: 11:56  
 Sample (adjusted): 3 2051  
 Included observations: 2049 after adjustments  
 Convergence achieved after 54 iterations  
 MA Backcast: 2  
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)  
 $\text{LOG}(\text{GARCH}) = \text{C}(5) + \text{C}(6) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1))) + \text{C}(7) * \text{RESID}(-1) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1)) + \text{C}(8) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1))$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000170	0.000215	0.792377	0.4281
CR	0.001463	0.001242	1.177997	0.2388
AR(1)	0.072290	0.257373	0.280876	0.7788
MA(1)	-0.139616	0.256546	-0.544217	0.5863

Variance Equation				
C(5)	-0.293149	0.032889	-8.913273	0.0000
C(6)	0.102365	0.011020	9.288790	0.0000
C(7)	-0.149752	0.010334	-14.49067	0.0000
C(8)	0.976062	0.003158	309.0973	0.0000

R-squared	0.005910	Mean dependent var	9.00E-05
Adjusted R-squared	0.002501	S.D. dependent var	0.014873
S.E. of regression	0.014854	Akaike info criterion	-6.048845
Sum squared resid	0.450336	Schwarz criterion	-6.026883
Log likelihood	6205.042	Hannan-Quinn criter.	-6.040791
F-statistic	1.733507	Durbin-Watson stat	2.080117
Prob(F-statistic)	0.096890		

Inverted AR Roots	.07
Inverted MA Roots	.14

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EVIEWS 6**

ملحق 06: اختبار **GARCH** عند درجة  $(1,2)$  :  $(p, q)$

Dependent Variable: R3  
 Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution  
 Date: 04/12/17 Time: 11:58  
 Sample (adjusted): 3 2051  
 Included observations: 2049 after adjustments  
 Convergence achieved after 58 iterations  
 MA Backcast: 2  
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)  
 $\text{LOG}(\text{GARCH}) = \text{C}(5) + \text{C}(6) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1))) + \text{C}(7) * \text{RESID}(-1) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1)) + \text{C}(8) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1)) + \text{C}(9)$

*LOG(GARCH(-2))				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000170	0.000215	0.790840	0.4290
CR	0.001535	0.001242	1.235597	0.2166
AR(1)	0.067647	0.260468	0.259713	0.7951
MA(1)	-0.133605	0.259619	-0.514618	0.6068
Variance Equation				
C(5)	-0.326745	0.060450	-5.405233	0.0000
C(6)	0.112394	0.021697	5.180112	0.0000
C(7)	-0.172068	0.024726	-6.958970	0.0000
C(8)	0.821789	0.167839	4.896285	0.0000
C(9)	0.151407	0.164013	0.923137	0.3559
R-squared	0.005520	Mean dependent var		9.00E-05
Adjusted R-squared	0.001620	S.D. dependent var		0.014873
S.E. of regression	0.014861	Akaike info criterion		-6.048288
Sum squared resid	0.450513	Schwarz criterion		-6.023580
Log likelihood	6205.471	Hannan-Quinn criter.		-6.039227
F-statistic	1.415375	Durbin-Watson stat		2.082203
Prob(F-statistic)	0.184836			
Inverted AR Roots	.07			
Inverted MA Roots	.13			

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EViews 6**

ملحق 07: اختبار **GARCH** عند درجة (1,3) : (p, q)

Dependent Variable: R3  
 Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution  
 Date: 04/12/17 Time: 12:00  
 Sample (adjusted): 3 2051  
 Included observations: 2049 after adjustments  
 Convergence achieved after 130 iterations  
 MA Backcast: 2  
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)  

$$\text{LOG(GARCH)} = C(5) + C(6) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1)) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1)) + C(7) * \text{RESID}(-1) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1)) + C(8) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1)) + C(9) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-2)) + C(10) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-3))$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000169	0.000215	0.787390	0.4311
CR	0.001535	0.001239	1.239032	0.2153
AR(1)	0.078347	0.262037	0.298991	0.7649
MA(1)	-0.143443	0.261227	-0.549111	0.5829
Variance Equation				
C(5)	-0.341196	0.059980	-5.688518	0.0000
C(6)	0.117054	0.021614	5.415713	0.0000
C(7)	-0.183919	0.024108	-7.629028	0.0000
C(8)	0.812576	0.175182	4.638462	0.0000

C(9)	0.078642	0.245838	0.319895	0.7490
C(10)	0.080779	0.120027	0.673011	0.5009
R-squared	0.005462	Mean dependent var		9.00E-05
Adjusted R-squared	0.001072	S.D. dependent var		0.014873
S.E. of regression	0.014865	Akaike info criterion		-6.047568
Sum squared resid	0.450539	Schwarz criterion		-6.020115
Log likelihood	6205.733	Hannan-Quinn criter.		-6.037500
F-statistic	1.244214	Durbin-Watson stat		2.084002
Prob(F-statistic)	0.263146			
Inverted AR Roots	.08			
Inverted MA Roots	.14			

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EViews 6**

ملحق 08: اختبار **GARCH** عند درجة (2, 1) : (p, q)

Dependent Variable: R3  
 Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution  
 Date: 04/12/17 Time: 12:01  
 Sample (adjusted): 3 2051  
 Included observations: 2049 after adjustments  
 Convergence achieved after 31 iterations  
 MA Backcast: 2  
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)  
 $\text{LOG}(\text{GARCH}) = \text{C}(5) + \text{C}(6) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1)) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1)) + \text{C}(7) * \text{ABS}(\text{RESID}(-2)) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-2)) + \text{C}(8) * \text{RESID}(-1) / \text{SQRT}(\text{GARCH}(-1)) + \text{C}(9) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1))$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	2.34E-05	0.000209	0.111637	0.9111
CR	0.001181	0.001198	0.985177	0.3245
AR(1)	0.094175	0.225330	0.417943	0.6760
MA(1)	-0.169782	0.224147	-0.757459	0.4488

Variance Equation

C(5)	-0.358601	0.035394	-10.13164	0.0000
C(6)	-0.125732	0.034415	-3.653399	0.0003
C(7)	0.251976	0.037022	6.806173	0.0000
C(8)	-0.163764	0.010142	-16.14656	0.0000
C(9)	0.970474	0.003381	287.0382	0.0000

R-squared	0.007766	Mean dependent var		9.00E-05
Adjusted R-squared	0.003875	S.D. dependent var		0.014873
S.E. of regression	0.014844	Akaike info criterion		-6.061194
Sum squared resid	0.449495	Schwarz criterion		-6.036486
Log likelihood	6218.693	Hannan-Quinn criter.		-6.052133
F-statistic	1.995853	Durbin-Watson stat		2.066542
Prob(F-statistic)	0.043422			

Inverted AR Roots	.09
Inverted MA Roots	.17

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EVIEWS 6**ملحق 09: اختبار **GARCH** عند درجة (2,2) : (p, q)

Dependent Variable: R3  
 Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution  
 Date: 04/12/17 Time: 12:03  
 Sample (adjusted): 3 2051  
 Included observations: 2049 after adjustments  
 Convergence achieved after 34 iterations  
 MA Backcast: 2  
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)  
 GARCH = C(5) + C(6)\*RESID(-1)^2 + C(7)\*RESID(-2)^2 + C(8)\*GARCH(-1)  
 + C(9)\*GARCH(-2)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000687	0.000218	3.156535	0.0016
CR	-0.003761	0.001027	-3.662499	0.0002
AR(1)	0.339564	0.183167	1.853845	0.0638
MA(1)	-0.434935	0.177169	-2.454921	0.0141

Variance Equation				
C	6.48E-06	7.66E-07	8.451916	0.0000
RESID(-1)^2	0.029698	0.012931	2.296549	0.0216
RESID(-2)^2	0.159077	0.020746	7.667932	0.0000
GARCH(-1)	0.325718	0.111423	2.923266	0.0035
GARCH(-2)	0.453159	0.104404	4.340448	0.0000

R-squared	0.017247	Mean dependent var	9.00E-05
Adjusted R-squared	0.013393	S.D. dependent var	0.014873
S.E. of regression	0.014773	Akaike info criterion	-6.005763
Sum squared resid	0.445200	Schwarz criterion	-5.981055
Log likelihood	6161.904	Hannan-Quinn criter.	-5.996702
F-statistic	4.475072	Durbin-Watson stat	2.045315
Prob(F-statistic)	0.000021		

Inverted AR Roots	.34
Inverted MA Roots	.43

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EVIEWS 6**ملحق 10: اختبار **GARCH** عند درجة (2,3) : (p, q)

Dependent Variable: R3  
 Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution  
 Date: 04/12/17 Time: 12:04  
 Sample (adjusted): 3 2051  
 Included observations: 2049 after adjustments  
 Convergence achieved after 47 iterations  
 MA Backcast: 2  
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)  
 LOG(GARCH) = C(5) + C(6)\*ABS(RESID(-1)/SQRT(GARCH(-1))) + C(7)



\*ABS(RESID(-2)/@SQRT(GARCH(-2))) + C(8)\*RESID(-1)  
/@SQRT(GARCH(-1)) + C(9)\*LOG(GARCH(-1)) + C(10)\*LOG(GARCH(-2)) + C(11)\*LOG(GARCH(-3))

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000127	0.000205	0.620338	0.5350
CR	0.001037	0.001176	0.881847	0.3779
AR(1)	0.122546	0.196697	0.623018	0.5333
MA(1)	-0.196128	0.196170	-0.999784	0.3174
Variance Equation				
C(5)	-0.504254	0.068988	-7.309305	0.0000
C(6)	-0.131995	0.037078	-3.559930	0.0004
C(7)	0.315884	0.043478	7.265383	0.0000
C(8)	-0.253732	0.019642	-12.91787	0.0000
C(9)	0.476225	0.092322	5.158292	0.0000
C(10)	0.304651	0.103216	2.951580	0.0032
C(11)	0.178520	0.088093	2.026499	0.0427
R-squared	0.008083	Mean dependent var		9.00E-05
Adjusted R-squared	0.003216	S.D. dependent var		0.014873
S.E. of regression	0.014849	Akaike info criterion		-6.067376
Sum squared resid	0.449352	Schwarz criterion		-6.037177
Log likelihood	6227.026	Hannan-Quinn criter.		-6.056301
F-statistic	1.660684	Durbin-Watson stat		2.071621
Prob(F-statistic)	0.084388			
Inverted AR Roots	.12			
Inverted MA Roots	.20			

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج **EVIEWS 6**

# قائمة المراجع

- الكتب:

\* باللغة العربية:

- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر ، سنة 2003.
- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة نشر.
- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، توزيع دار الفكر العربي، القاهرة ، سنة 1999.
- أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان الطبعة الأولى، سنة 2004م/1425هـ.
- بهية بوكرواح ، الاضطراب المالي العالمي- أزمة مطلع القرن الحدي والعشرين، مقامات للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2013.
- بول كروغمان ، العودة إلى الكساد العظيم- أزمة الاقتصاد العالمي، ترجمة: هاني تابري ، دار الكتاب العربي، لبنان ، 2010.
- بول مايسون ، انهيار الاقتصاد العالمي- نهاية عصر الجشع ، شركة المطبوعات للتوزيع والنشر، لبنان ، الطبعة 02، 2012.
- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الأولى، سنة 2006.
- بير جاليه، الإمبريالية عام 1970 ، ترجمة فؤاد مرقص ، دار الحقيقة ، بيروت 1970.
- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات (الجزء 02) دار هومة الجزائر الطبعة الأولى سنة 2002.
- دايف كانساس ، نهاية وول ستريت، ترجمة: جوان صغير فغالي، دار الكتاب العربي، لبنان ، 2010.
- دانييل أرنولد، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمم واليوم،(ترجمة عبد الأمير شمس الدين)، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت، الطبعة 1 ، 1412هـ/1992م.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية . دار صفاء للنشر، عمان، الطبعة 1 ، سنة 2003م/1424 هـ.
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 01) ، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى ، سنة 2003م/1424هـ.
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (الجزء 02) ، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى ، سنة 2003م/1424هـ.
- زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن ، الطبعة الثالثة ،سنة 2005م.

- زياد رمضان . مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة ، القاهرة ، سنة 2007.
- حسن النجفي ، النظام النقدي الدولي وأزمة الدول النامية، شركة أياذ للطباعة الفنية ، بغداد، 1988.
- حسن حمدي، دليلك على البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، الطبعة الأولى سنة 2006.
- حسن كريم حمزة ، العولمة المالية والنمو الاقتصادي ، دار صفاء للنشر ، عمان - الاردن ، الطبعة الأولى ، سنة 1423هـ/2011م.
- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر سنة 2009.
- طلال كداوي ، تقييم القرارات الاستثمارية ، اليازوري، عمان، الأردن ، سنة 2008.
- يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية ، دار وائل للنشر، عمان ، الطبعة الأولى ، 2015.
- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، دار الفكر الجامعي ، عمان، الطبعة 01، 2004.
- مدحت القريشي ، التنمية الاقتصادية ، دار وائل ، عمان ، الأردن ، الطبعة 1 ، سنة 2007.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر الطبعة الأولى سنة 2006م.
- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان الطبعة الأولى، سنة 2004م.
- محمد مطر . فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن الطبعة الأولى سنة 2005.
- محمد عبد العزيز عجمية ، إيمان عطية ناصف ، علي عبد الوهاب نجا . التنمية الاقتصادية : دراسة نظرية وتطبيقية . الدار الجامعية . الإبراهيمية ، مصر . سنة 2006.
- محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، مؤسسات ، أوراق ، بورصات، دار الشروق، الأردن، الطبعة 1 ، سنة 2005.
- محمد صالح القريشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق ، عمان ، الطبعة 1، سنة 2008.
- محمد صبري هارون . أحكام الأسواق المالية . دار النفائس . عمان . الطبعة 2 . 1429هـ/2009.
- منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في الاستثمار ، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية مصر الطبعة 2 سنة 2004.
- معتوق سهير محمود ، النظريات و السياسات النقدية ، مكتبة عين شمس ، القاهرة 1999.
- مصطفى يوسف كافي ، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، مكتبة المجتمع العربي للنشر، عمان ، الطبعة الأولى، 1434هـ/2013م .
- مروان عطون ، الأسواق النقدية و المالية ، (الجزء 01) ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر الطبعة 2 ، سنة 2003.

## قائمة المراجع

- مروان عطون ، الأسواق النقدية و المالية ، (الجزء 02) ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر الطبعة 3 ، سنة 2005.
- مروان شموط - كنجو عبود كنجو ، أسس الاستثمار ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، مصر ، سنة 2008.
- نبيل جعفر عبد الرضا- عدنان فرحان الجوارين ، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، دار الكتاب الجامعي ، بيروت، الطبعة الأولى ، 1434 هـ/2014م.
- سامح سعيد عبود ، في جذور الأزمة الاقتصادية العالمية - العمل ورأس المال والدولة- مركز المحروسة للنشر ، القاهرة ، الطبعة 1 ، 2010.
- عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، مصر، الطبعة 1 ، سنة 2006.
- عبد الله رزق ، الاقتصاد العالمي في زمن الأزمات المتناسلة، دار المنهل اللبناني ، بيروت ، الطبعة الأولى ، 1433هـ/2012م.
- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي ، العولمة المالية و إمكانات التحكم ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، سنة 2005.
- عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة واقتصاديات البنوك ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، سنة 2005.
- عبد القادر بلطاس ، تداعيات الأزمة المالية العالمية - أزمة Sub-Prime ، دار النشر Légende ، الجزائر ، 2009.
- عبده محمد الفاضل، الخصخصة وأثرها على التنمية في البلدان النامية، مكتبة مدبولي، القاهرة ، 2004.
- علي عبد الفتاح أبو شرار ، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة ، دار وائل للنشر ، عمان ، الطبعة 01، 2011/2012.
- عمرو محي الدين ، التخلف والتنمية، دار النهضة العربية، بيروت، 1975.
- عصام أبو النصر . أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي . دار النشر للجامعات . مصر . 2006.
- عرفان تقي الحسيني ، التمويل الدولي، دار مجدلاوي ، عمان ، الأردن الطبعة 2 ، 1422هـ/2002م.
- فيصل محمود الشاورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة 1 ، سنة 2008.
- فليح حسن خلف ، الأسواق المالية و النقدية ، عالم الكتب الحديث ، الأردن الطبعة 1 سنة 2006.

- فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، مصر ، 1999/1998.
  - صلاح الدين حسن السيسي ، الأسواق المالية ، دار الفكر الجامعي، القاهرة ، مصر، سنة 2008.
  - صلاح الدين حسن السيسي ، قضايا اقتصادية معاصرة، دراسات نظرية و تطبيقية ، دار غريب، القاهرة، مصر ، الطبعة 2 ، سنة 2002.
  - صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية ، علميا . عمليا ، الإشعاع ، الإسكندرية، مصر سنة 2006.
  - صلاح حسن ، أسباب انهيار الاقتصاد العالمي وسبل مواجهته، دار الكتاب الحديث، القاهرة ، 2011.
  - رمزي زكي ، العولمة المالية – الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي، دار المستقبل العربي ، القاهرة ، 1999.
  - رمزي محمود، الأزمات المالية والاقتصادية في ضوء الرأسمالية والإسلام، دار الفكر الجامعي ، مصر، 2012.
  - رسمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية والنقدية ، دار المعترف ، عمان ، الأردن ، الطبعة 1 ، 1425هـ/2005م.
  - شذا جمال خطيب . صغفك الركبي ، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي ، عمان ، الأردن الطبعة 1 ، 1429هـ/2008م.
  - شيماء عبود عبد القادر، دراسة إحصائية لتأثير الأزمة المالية العالمية على البورصة ، المكتب العربي للمعارف ، القاهرة ، الطبعة الأولى، 2015 .
  - ضياء مجيد ، البورصات ، أسواق المال و أدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، مصر سنة 2005.
  - ضياء مجيد الموسمي، عولمة الحوكمة المالية ، دار هومة للنشر ، الجزائر، 2013.
  - غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر ، عمان ، الأردن ، سنة 1429هـ/2009 م
- \* باللغة الأجنبية :**

- Bernard Rosier, Les théories des crises économiques, Ed. la découverte, Paris, 2003.
- Clara Barilari, Marion Stuchlik , Institutions économiques et financières, éditions d'organisation , Paris, 2<sup>ème</sup> tirage, 2000.
- Daniel Arnould , les marchés de capitaux en France , Armand Colin, Paris 1995.
- Daniel Goyeau-Amine Tarazi , la bourse , la découverte ,Paris, 2006.
- Didier Vitrac, Tout savoir sur la bourse , Gualino éditeur, Paris, 2002/2003.
- Jacques Attali, la crise et après ?, Fayard, Paris , 2008.
- Jacques Gravereau ; Jacques Trauman-crises Financières ; Economic ; paris-2001
- Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang - croissance et marché financier - une approche empirique – Dunod -1995.
- Lawrence Gitman , Michael Joehnk ; investissement et marchés financiers pearson éducation, France, 9<sup>ème</sup> édition, 2005.

- Mansour MANSOURI - la bourse des valeurs mobilières d'Alger - Ed. houma – Alger – 2002
- Maïr Fereres, Gérard Rivière , l'introduction en bourse: mode d'emploi , éditions d'organisation, Paris, 2<sup>ème</sup> tirage, 2000.
- Michel Fleuriet, Yves Simon , Bourse et marchés Financiers, Ed. economica Paris, 2000.
- Michel Musolino, Fluctuations et crises économiques, Ed. Ellipses, Paris 1997.
- Patrick Artus et Al. , La crise des subprimes ,Conseil d'analyse économique, La documentation française, Paris 2008.
- Paul Jacques Lehmann , bourse et marchés financiers , Dunod , Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2005.
- Paul Krugman, Pourquoi les crises revient toujours , Nouveaux horizons , Paris 2009.
- R. Barro, Les Facteurs de la croissance économique, Economica, Paris, 2000.
- R.B. Johnston, The economics of Euro Market – History, Theory and Policy- , The Macmillan I.T.D,1983.
- Régis Bourbonnais, Econométrie, Dunod, paris ,2004.

## 2- الرسائل و الأطروحات :

### \* باللغة العربية :

- أوكيل نسيمة ، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها – دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا ، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف : زعباط عبد الحميد ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر ، 2008/2007
- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف : قدي عبد المجيد ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ن جامعة الجزائر ، 2006/2005.
- بندر بن سالم الزهراني ، الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية – دراسة قياسية 1970 ، 2000 ، رسالة ماجستير في قسم الاقتصاد ، تحت إشراف محمد حامد عبد الله ، جامعة الملك سعود ، المملكة العربية السعودية، 1425هـ/2003م.
- بن حاسين بن اعمر ، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية ، حالة الجزائر ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف : بوطالب قويدر ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير جامعة تلمسان 2004/2003.
- دربال أمينة ، كفاءة الأسواق المالية ، دراسة حالة الأسواق الخليجية ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف بن بوزيان محمد كلية العلوم الاقتصادية و التسيير جامعة تلمسان 2007/2006.
- وليد أحمد صافي ، سوق الأوراق المالية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، حالة تطبيقية ، سوق عمان المالي ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تحت إشراف : طواهر محمد التهامي ، معهد العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 1997/1996.

- طالبي صلاح الدين ، تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية (الأزمة المالية الحالية وتداعياتها-حالة الجزائر) ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف : طاوي مصطفى ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ، جامعة تلمسان ن 2010/2009.
- عبد الحكيم سعيح . الناتج الوطني والنمو الاقتصادي ، دراسة اقتصاد قياسية للنمو ، حالة الجزائر (1974 – 1999) . رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ت تحت إشراف : لعلاي علاوة ت كلية العلوم الاقتصادية والتسيير . جامعة الجزائر . 2001/2000.
- عبد اللطيف مصيطفى ، دور البنوك و الأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي ، دراسة حالة الجزائر ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف: الأستاذ بن بوزيان محمد ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير جامعة تلمسان 2008/2007.

### 2- المجلات و الدوريات والمطبوعات والمراسيم :

#### \* باللغة العربية :

- أحمد ابراهيم العلي ، الأزمة المالية الدولية الحالية على مسار دورات الائتمان وأسعار الأصول، في: ( المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 22 ، أفريل 2009 ) .
- بوالكور نور الدين، أزمة الدين السيادي في اليونان- الأسباب والحلول ، في: (مجلة الباحث ، العدد 13 / 2013) .
- هبة لقمان أمين - صفاء يونس الصفاوي ، استخدام نماذج ARCH(p) ، GARCH(q) لتمثيل بيانات اليومية لمرضى الأطفال ، في : ( تنمية الرفاهين ، العدد 114 ، المجلد 35 ، 2013) .
- لورا كودريس - أديتيا نارايين ، ما الذي يتعين علينا عمله؟ في : ( مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46 ، العدد 1 ، مارس 2009) .
- نويل ساكسا، منع الأزمات في المستقبل - أولويات للإصلاح التنظيمي بعد الانهيار ، في: ( مجلة التمويل والتنمية ، صندوق النقد الدولي، مجلد رقم 45 ، العدد 04 ، ديسمبر 2008) .
- نصيرة دردر - التوريق البنكي أداة لجلب السيولة وتحقيق الربح في: ( دورية دراسات اقتصادية- مركز البصيرة للبحوث - دار الخلدونية - الجزائر . العدد الثاني عشر - فيفري 2009) .
- شيخي بلال ، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي ، في (دورية دراسات اقتصادية ، مركز البصيرة للبحوث ، دار الخلدونية ، الجزائر ، العدد الثاني عشر ، فيفري 2009) .

#### \* باللغة الأجنبية :

- Dominique Plihon , Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macro prudentiel, Cahiers Français N° 331.
- Global Financial Stability Report, IMF, March 2009.



- Laure Klein , la crise des subprime- Origine de l'excès de risque et mécanismes de propagation, Revue Banque, Paris 2009 .
- Marie Suzie Pungier, La conjoncture économique et sociale en 2008, Avis et rapport du conseil économique et social 2008.
- Monique Bourven, Yves Zehr , La crise Bancaire et la Régulation Financière, Rapport du Conseil économique social et environnemental, 2009.
- Phillipe Dessertine , le nouveau marché rencontre de l'entreprise familiale et de la logique boursière in (Revue de finance , contrôle, stratégie volume 3 , N° 1 mars 2000).
- Randall dodd , Subprime : Topographie d'une crise , Finance& Développement , Décembre2007.
- Sophie Brana, Delphine Lahet – La propagation des crises financiers dans les pays émergents : La contagion est- elle discriminante ? , In( Revue Economie Internationale, Mars 2005, N° 103, Ed. Documentation Française, ).
- Taouli Mustapha Kamel, Polycopie du module de marché financier, université de Tlemcen, 2009/2010.
- Tobias Adrian, Hyun Song Shin , Liquidité et contagion financière ;In(Banque de France, Revue de la stabilité financière, Numéro spéciale liquidité, N° 11 , Février 2008).
- Udaibir S. Das, Adnan Mzarej, and Han Van der Hoorn, Economics of sovereign Wealth Funds, FMI ;2010.

3- الملتقيات ، المؤتمرات و الندوات :

\* باللغة العربية:

- بلدغم فتحي ، سبل الخروج من الأزمة المالية العالمية ، مداخلة ملقاة في اليوم الدراسي حول استراتيجيات الخروج من الركود الاقتصادي ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010/01/12.
- حازم الببلاوي، سمات الأزمة المالية الحالية وعلاقتها بالأزمات السابقة المثيلة ، في(ندوة الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، السبت 2008/11/08)
- محمد عبد الله المومني – دور الأبعاد السلوكية لإدارة الوحدات الاقتصادية في القياس والإفصاح المحاسبي في حدوث الأزمات المالية – كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا – كلية العلوم الاقتصادية والتسيير – جامعة الجزائر – 09/08 ديسمبر 2009.
- محفوظ جبار ، عديلة مريم ، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية ، دراسة حالة بعض الأسواق العربية ، مجمع أعمال الملتقى الدولي حول السوق المالي ، جامعة عنابة 2008.

\* باللغة الأجنبية :

- André Icard, La crise financière – une autre crise ou une crise « autre » ?;In(L'année des professions financière, Association d'économie financière, Paris,2009).
- Patrick Artus , La crise financière : Causes macroéconomiques ou causes microéconomiques ?, Journée de l'économie, Lyon, 21 Novembre 2008.

4- مواقع الإنترنت :

## قائمة المراجع

- Bernard Rapacchi, Dur, dur !!Les séries chronologiques, Sur le site ([www.unige.ch/ses/sococ/eda/bernard/box.pdf](http://www.unige.ch/ses/sococ/eda/bernard/box.pdf) (02/04/2017))
- Christophe Blot et autres, De la crise financière à la crise économique- une analyse comparative France- Etats Unis; In(<https://www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2009-3-page-255.htm>(20/12/2016)).
- Jean Charles Bricongne et Al., La crise des subprimes :de la crise financière à la crise économique,In([http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys\\_conj/archives/mars\\_2009\\_d1.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars_2009_d1.pdf)(19/12/2016)).
- Joseph Stiglitz, La malhonnêteté des établissements financiers est à l'origine de la crise ;In(<https://reopen911.wordpress.com/2008/09/17/la-malhonnete-des-etablissements-financiers-est-a-l-origine-de-la-crise-par-joseph-stiglitz/>(27/12/2016)).
- Helen Ray , Globalization Financer, 2003 , in site ([www.ecssr.ac.ae](http://www.ecssr.ac.ae)(10/12/2016)).
- Paul Craig Roberts , L'économie américaine à vau –l'eau ; In([https://www.contreinfo.info/article.php?id\\_article=2170](https://www.contreinfo.info/article.php?id_article=2170)(26/12/2016)).
- Paul Jorion, La bulle ou l'enfer pavé de bonnes intensions,In([http://contreinfo.info/article.php?id\\_article=1813](http://contreinfo.info/article.php?id_article=1813) (24/12/2016))
- Roy Todarello FCP , Financial planning pty limited , Proper authority holder –Hybrid securities bonds debentures floating rate notes – platinum house Sydney – October 2002 - in : [http:// www.roccosinclair.com.au/pdf/hybridsecuritis.pdf](http://www.roccosinclair.com.au/pdf/hybridsecuritis.pdf) (12/12/2011).
- <http://ar.wikipedia.org>( 14/04/2015).
- <https://www.andlil.com/indice-cac-40-histoire-composition-et-trading-de-lindice-cac-40-97811.html>(30/03/2017).
- الحفاظ على التعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، تقرير أكتوبر 2009 ،على الموقع الإلكتروني: <https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/texta.pdf>(10/03/2017)
- التقرير الاقتصادي،آفاق الاقتصاد الدولي 2012-2013،على الموقع الإلكتروني: [www.un.org/en/development/desa/policy/.../2012wesp\\_es\\_ar.pdf](http://www.un.org/en/development/desa/policy/.../2012wesp_es_ar.pdf)(05/01/2017))
- يوسفات علي، بوزياني رحمان هاجر – التوريق والأزمة المالية العالمية – على الموقع الإلكتروني: <http://www.iefpedia.com/arab/?P=5850> ( 20/05/2010)
- محمد نبيل الشيمي . التنمية الاقتصادية في الدول النامية ووسائل تمويلها . على الموقع الإلكتروني : [http:// www.ahewar.org/debat/show.art-asp?aid=160291](http://www.ahewar.org/debat/show.art-asp?aid=160291)(26/01/2010)
- فريد كورتل، الأزمة المالية وآثارها على الاقتصاديات العربية ، على الموقع الإلكتروني: [www.kantakji.com/media/6894/595.pdf](http://www.kantakji.com/media/6894/595.pdf)(07/02/2017)

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
37	منحنى التفضيل الاستثماري	شكل رقم 01
64	البورصة والاقتصاد: الارتباط	شكل رقم 02
77	قنوات انتشار الأزمات المالية	شكل رقم 03
86	مراحل الدورة الاقتصادية	شكل رقم 04
168	الو.م.أ: معدل العجز عن السداد حسب الأنواع الرئيسية للقروض	شكل رقم 05
168	الو.م.أ: نسبة القروض المدرجة في عملية الحجوزات حسب نوع القروض	شكل رقم 06
210	مراجلة أزمة 2008	شكل رقم 07
240	حجم الدين العام اليوناني نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سنتي 1999 و 2010 مقارنة مع متوسط الدين العام الأوروبي	شكل رقم 08
254	معدلات البطالة وفقا للأعمار في إسبانيا للفترة 2005 - 2012	شكل رقم 09
255	التذبذب السنوي لمعدلات الناتج الإجمالي المحلي (2000 - 2010)	شكل رقم 10
255	الاختلاف السنوي لمعدلات مؤشر أسعار الاستهلاك (2007 - 2011)	شكل رقم 11
256	النسبة المئوية للدين العام للناتج الإجمالي المحلي مقارنة بمتوسط المنطقة الأوروبية منذ 1999	شكل رقم 12
292	المنحنى البياني الممثل للتسعيرة لمؤشر كاك 40	شكل رقم 13
293	المنحنى البياني الممثل لسلسلة العائد R	شكل رقم 14
294	دالة الارتباط الذاتي لسلسلة العائد R	شكل رقم 15

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
38	المقارنة بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة	جدول رقم 01
45	موجز الأوامر في البورصة	جدول رقم 02
45	مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع	جدول رقم 03
102	الأزمات الاقتصادية خلال الفترة (1880 – 1913)	جدول رقم 04
106	تطورات الناتج المحلي الإجمالي في الو.م.أ خلال الفترة (1928 – 1941)	جدول رقم 05
107	معدلات البطالة في الو.م.أ للفترة 1929 – 1939	جدول رقم 06
115	تطور الكتلة النقدية ومعدل الفائدة قصير الأجل في المكسيك للفترة (1994-1997)	جدول رقم 07
142	أداء بعض المؤشرات الاقتصادية في الأرجنتين خلال الفترة (1989 – 1995)	جدول رقم 08
143	سيناريو ما قبل الأزمة الأرجنتينية سنة 2001	جدول رقم 09
165	النسبة المئوية للتطور السنوي لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر المورقة (2001 – 2006)	جدول رقم 10
179	توظيف الو.م.أ لرؤوس الأموال الخاصة في الخارج (1945 – 1965)	جدول رقم 11
180	حجم القروض الدولية (1974 – 1980)	جدول رقم 12
184	بنية وحجم الموجودات المالية 2001 و 2007	جدول رقم 13
185	صناديق الاستثمار السيادية في الدول العربية	جدول رقم 14
204	نسب التراجع في مختلف بورصات العالم سنة 2009	جدول رقم 15
211	تعرض الدول المباشر لتراجع واردات الو.م.أ	جدول رقم 16
234	المساعدات الخارجية للاقتصاد الفلسطيني	جدول رقم 17
242	البيانات الاقتصادية لليونان 2001 – 2011	جدول رقم 18
246	القروض الممنوحة لليونان للفترة ماي 2010 – ديسمبر 2011	جدول رقم 19

250	نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو سنة 2010	جدول رقم 20
296	نتائج اختبار ADF	جدول رقم 21
296	نتائج اختبار Phillips Perron	جدول رقم 22
297	اختبار White	جدول رقم 23
298	معايير المفاضلة	جدول رقم 24
303	التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ لاحتواء الأزمة المالية العالمية	جدول رقم 25
326	تقييم برنامج اختبار الصدمات وكيفية معالجتها	جدول رقم 26

رقم الصفحة	العنوان
-	شكر وتقدير.....
-	إهداء.....
07	مقدمة عامة.....
12	الفصل الأول: البورصة، النمو الاقتصادي والأزمات
13	مقدمة الفصل الأول.....
14	المبحث الأول: البورصة والنمو الاقتصادي.....
14	أولاً: أساسيات حول النمو الاقتصادي.....
14	1. تعريف النمو الاقتصادي.....
15	2. مفاهيم متعلقة بالنمو الاقتصادي.....
15	أ. التخلف.....
16	ب. التنمية الاقتصادية.....
16	ت. التقدم الاقتصادي.....
16	ث. الفرق بين النمو والتنمية.....
17	3. نظريات النمو الاقتصادي.....
17	أ. نظرية النمو الكلاسيكية.....
18	ب. النظرية الكلاسيكية المحدثة.....

19	ت. نظرية النمو الكينزية(نموذج هارود-دومار).....
20	ث. نظرية النمو الجديدة.....
21	4. عناصر النمو الاقتصادي.....
21	أ. العمل.....
22	ب. رأس المال.....
22	ت. التقدم التقني.....
22	5. مؤشرات النمو الاقتصادي.....
22	أ. الناتج المحلي الإجمالي.....
22	ب. الإنتاجية.....
23	ت. مؤشرات أخرى.....
23	ثانياً: أساسيات حول البورصة ، وظائفها وشروط كفاءتها.....
23	1. تعريف البورصة، تقسيمها والأوراق المتداولة فيها.....
23	أ. تعريف البورصة.....
24	ب. الأوراق المالية المتداولة.....
24	1- الأسهم العادية.....
28	2- الأسهم الممتازة.....
30	3- السندات.....
32	4- الأوراق المختلطة.....

35	ت. تقسيم البورصة.....
35	1) الأسواق غير المنظمة.....
36	2) الأسواق المنظمة.....
37	2. الاستثمار والتعامل في البورصة.....
37	أ. الإستراتيجية الملائمة للاستثمار.....
39	ب. مؤشرات البورصة.....
42	ت. أوامر البورصة وتداول الأوراق المالية.....
44	ث. أنظمة التسعير.....
47	ج. لجنة أو مجلس إدارة البورصة.....
49	3. وظائف البورصة في التمويل وأهميتها وشروط كفاءتها.....
49	أ. وظائف البورصة في التمويل.....
52	ب. شروط كفاءة البورصة.....
55	ثالثا: نماذج عن بعض البورصات.....
55	1. البورصات الأمريكية.....
55	2. البورصات الفرنسية.....
56	3. بورصات اليابان.....
58	4. بورصة الجزائر.....
60	رابعا: مؤشرات تنمية البورصة.....



60	1. مؤشرات متعلقة بحجم ، سيولة وعمق السوق.....
60	أ. حجم السوق: رسملة البورصة.....
61	ب. سيولة السوق.....
61	ت. عمق السوق.....
61	2. حجم الوساطة المالية.....
62	3. كثافة واتساع النظام المالي.....
62	4. اندماج بورصة معينة مع الأسواق المالية العالمية.....
54	خامسا: دورة البورصة والدورة الاقتصادية.....
64	سادسا: دراسات حول العلاقة بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي.....
67	سابعا: الدراسات السابقة حول البورصة والنمو الاقتصادي.....
70	المبحث الثاني: الأزمات والدورات الاقتصادية.....
70	أولا: أساسيات الأزمات المالية.....
70	1. ماهية الأزمة.....
70	أ. مفهوم الأزمة.....
71	ب. عناصر الأزمة.....
71	1- المفاجئة وعدم التوقع.....
72	2- التهديد للمصالح الأساسية للدولة.....
72	3- الحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار.....

72	ت. الفرق بين الأزمة الاقتصادية والأزمة المالية.....
74	2. أنواع الأزمات المالية.....
74	أ. أزمة سوق رأس المال.....
74	ب. أزمة العملة وأسعار الصرف.....
76	ت. الأزمة المصرفية.....
76	ث. أزمة السيولة الدولية.....
77	ج. أزمة المديونية.....
77	3. قنوات انتشار الأزمات.....
79	4. النموذج الرأسمالي والأزمات.....
79	أ. ماهية الرأسمالية.....
79	1- تعريف الرأسمالية.....
79	2- أسس الرأسمالية.....
80	3- أشكال الرأسمالية.....
80	ب. تاريخ الرأسمالية وتطورها.....
81	ت. النموذج الرأسمالي.....
83	ث. دلالات أزمات النظام الرأسمالي.....
85	ثانيا: النظريات المفسرة للأزمات.....
85	1. نظرية الدورة الاقتصادية.....

87	2. نظرية الإفراط في الإنتاج.....
88	3. نظرية الإفراط في رؤوس الأموال.....
88	4. تحليل هايمان مينسكي.....
90	5. تحليل دايمسكي.....
90	6. نظرية أحجار الدومينو ل توماس غينولي.....
91	ثالثا: الأزمة المالية في الفكر الاقتصادي.....
91	1. الأزمة المالية في الفكر الكلاسيكي.....
93	2. الأزمة المالية في الفكر النيوكلاسيكي.....
93	3. الأزمة المالية في الفكر الكينزي.....
94	4. الأزمة المالية في الفكر النقدي.....
96	5. الأزمة المالية في مدرسة التوقعات العقلانية.....
97	خلاصة الفصل الأول.....
98	الفصل الثاني: تاريخ الأزمات المتتالية عبر دول العالم
99	مقدمة الفصل الثاني.....
100	المبحث الأول: أزمات القرن العشرين وما قبله.....
100	أولا: أزمات ما قبل القرن التاسع عشر.....
100	1. أزمة سنتي 1635 – 1637.....
100	2. انهيار سنة 1720.....

100	3. أزمة سنة 1792 .....
100	4. الأزمة النقدية سنة 1797.....
101	ثانيا: أزمت القرن التاسع عشر.....
101	1. أزمة سنة 1810.....
101	2. أزمة سنة 1819.....
101	3. أزمة 1825 .....
101	4. أزمة سنة 1866.....
102	5. أزمة سنة 1873 .....
102	6. أزمت 1880 - 1913.....
104	ثالثا: أزمت القرن العشرين .....
104	1. أزمة الكساد الكبير 1929 وتحليلها.....
110	2. أزمة وول ستريت (الاثنين الأسود) 1987 وتحليلها .....
111	أ. أسباب أزمة 1987.....
112	ب. علاج أزمة 1987.....
112	3. أزمة 1989 وتحليلها.....
113	4. أزمة الاقتصاد المكسيكي 1994 - 1996 وتحليلها .....
113	أ. أسباب الأزمة المكسيكية.....
115	ب. الآثار السلبية للأزمة المكسيكية.....

116	ت. سبل مواجهة الأزمة المكسيكية.....
118	ث. ملامح الانتعاش.....
119	5. الأزمة المالية الآسيوية 1997 وتحليلها.....
120	أ. أسباب الأزمة المالية الآسيوية وأبعادها.....
120	1- نظام سعر الصرف الثابت.....
121	2- التدفقات العكسية لرأس المال الأجنبي.....
122	3- العجز المتزايد في موازين الحسابات الجارية.....
122	4- مشكلة المديونية الخارجية.....
124	5- ضعف القطاع المالي.....
125	6- عولمة رأس المال.....
125	7- المضاربة المالية.....
126	8- دور الولايات المتحدة الأمريكية.....
127	ب. انعكاسات الأزمة المالية الآسيوية.....
131	ت. دروس الأزمة المالية الآسيوية.....
131	1- ضرورة الحد من التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل.....
132	2- تجنب العجز المزمع في الموازين الخارجية.....
132	3- ضرورة تقوية القطاعات المالية والمصرفية.....
133	4- تقلب الأسواق المالية العالمية.....

133	5- هشاشة سياسات صندوق النقد الدولي.....
134	6. أزمة الاقتصاد الروسي 1998 وتحليلها.....
135	أ. أسباب الأزمة المالية الروسية.....
136	ب. نتائج الأزمة المالية الروسية.....
137	المبحث الثاني: أزمت القرن الواحد والعشرين.....
137	أولاً: فقاعة شركات الإنترنت (الدوت كوم 2000) وتحليلها.....
141	ثانياً: أزمة الاقتصاد الأرجنتيني 2001 - 2002 وتحليلها.....
143	أ. سيناريو الأزمة الأرجنتينية.....
145	ب. أسباب الأزمة الأرجنتينية.....
146	ت. علاج الأزمة الأرجنتينية.....
147	ثالثاً: الأزمة المالية التركية 2000 - 2001 وتحليلها.....
148	أ. أسباب الأزمة المالية التركية.....
148	1- تفاقم الديون.....
149	2- دخول الاتحاد الجمركي الأوروبي.....
149	3- الإشراف والتبذير الحكومي.....
150	4- عمليات النهب للبنوك الحكومية.....
150	5- الإنفاق العسكري التركي الكبير.....
150	6- الحظر المفروض على العراق.....

150	ب. النتائج الاقتصادية للأزمة المالية التركية.....
150	1- بالنسبة للنتائج القومي الإجمالي.....
151	2- بالنسبة لحجم التجارة الخارجية.....
151	3- بالنسبة لقضية الديون.....
151	4- بالنسبة لمتوسط دخل الفرد من الناتج القومي.....
152	5- بالنسبة لعائدات السياحة.....
152	ت. علاج الأزمة المالية التركية.....
152	ث. ملامح الانتعاش.....
153	رابعا: الأزمة المالية العالمية 2008 وجذورها.....
153	1. جذور أزمة الرهن العقاري.....
153	أ. نظام بريتون وودز وبداية الأزمة.....
154	1- مرحلة نذرة الدولار (1945 - 1952).....
154	2- مرحلة الانتقال ( 1952 - 1958).....
154	3- مرحلة وفرة الدولار ( 1959 - 1969).....
154	ب. النظام النقدي الجديد.....
157	ت. توقع أزمة 2008.....
158	2. أسباب الأزمة المالية العالمية.....
158	أ. عولمة الأسواق.....

159	ب. ارتفاع أسعار النفط.....
159	ت. تضخم السيولة.....
160	ث. عجز الموازنة الأمريكية وتركز الثروات.....
162	ج. ارتفاع المديونية.....
163	ح. ضعف رقابة المصرف الاحتياطي الفدرالي.....
163	خ. الاختلالات المالية.....
163	1- البحث عن المردودية والتوسع النقدي.....
164	2- عمليات مالية عالية المخاطر.....
165	3- نظام بنكي ذو حدود غير واضحة المعالم.....
166	3. ظهور وانفجار الفقاعة العقارية.....
169	4. مراحل أزمة 2008.....
169	أ. عوامة الصعوبات المالية.....
171	ب. أزمة 2008 : أزمة اقتصادية.....
172	ت. أزمة 2008 : أزمة نظامية.....
173	خلاصة الفصل الثاني.....
174	<b>الفصل الثالث: الأضرار الأساسية والملحقة لأزمة 2008 وارتداداتها</b>
175	مقدمة الفصل الثالث.....
176	المبحث الأول: الأضرار الأساسية: العوامة المالية وانتشار الأزمة في الأسواق المالية.....



176	أولاً : تعريف العوامة المالية ، مظاهرها وعناصرها.....
176	1. تعريف العوامة المالية.....
177	2. مظاهر العوامة المالية.....
177	أ. اللاوساطة المالية.....
177	ب. اللانتظيم.....
177	ت. إزالة الحواجز.....
177	3. عناصر العوامة المالية.....
177	أ. الاستثمار الأجنبي المباشر.....
178	ب. الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظة الاستثمارية).....
178	ثانياً: تطور العوامة المالية، عواملها ومؤشرات تناميها.....
178	1. عوامل تطور العوامة المالية.....
178	أ. تشكيل ركائز النظام الاقتصادي الدولي.....
180	ب. نشوء وتطور سوق العملات الأوروبية.....
180	ت. تطور سوق سندات اليورو – دولار.....
181	ث. تطور ظاهرة التدويل.....
182	ج. تطور ابتكارات الهندسة المالية.....
182	ح. انتشار عمليات الشراء والاندماج.....
183	خ. عمليات الخصخصة.....

183	د. التطورات التكنولوجية.....
183	2. مؤشرات تنامي العولمة المالية.....
183	أ. تغير حجم وبنية الموجودات المالية في العالم.....
184	ب. تطور حجم المعاملات المالية عبر الحدود في الأسهم والسندات.....
185	ت. دخول الصناديق السيادية وصناديق التحوط.....
186	ث. صعود أقطاب جديدة.....
186	ج. المضاربات الآجلة.....
187	3. الشركات المتعددة الجنسيات ودورها في تعميق العولمة المالية.....
188	ثالثا: التحرر المالي وعلاقته بالعولمة المالية.....
188	1. مفهوم التحرر المالي.....
189	2. استراتيجيات التحرر المالي.....
189	أ. سياسات التحرر المالي المحلي.....
189	1- تأهيل النظام المصرفي.....
190	2- تنمية وتعميق السوق المالي.....
191	ب. سياسات التحرر الدولي.....
191	3. ايجابيات وسلبيات التحرر المالي.....
194	رابعا: العدوى و انتشار الأزمات في الأسواق المالية.....
194	1. مؤشرات انهيار البورصة.....

195	أ. عدم تماثل المعلومات.....
195	ب. أثر العدوى.....
196	ت. التقلبات والمضاربة.....
196	ث. أسواق بالتراضي.....
196	ج. المشتقات المالية.....
197	ح. التوريق.....
198	خ. وكالات التصنيف الائتماني.....
199	2. ماهية العدوى.....
199	أ. تعريف العدوى.....
200	ب. أسباب انتقال العدوى.....
201	3. نماذج انتقال العدوى المالية العدوى.....
201	أ. نموذج الروابط الاقتصادية لانتقال العدوى.....
202	ب. نموذج زيادة الوعي لانتقال العدوى.....
202	ت. نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية لانتقال العدوى.....
203	ث. نموذج سلوك القطيع لانتقال العدوى.....
203	4. الانهيار في البورصات سنة 2008.....
206	أ. انخفاض مؤشرات البورصات الأمريكية.....
206	ب. انخفاض مؤشرات البورصات الأوروبية.....

206	1- بورصة لندن.....
206	2- البورصة الألمانية.....
206	3- البورصة الفرنسية.....
206	ت. انخفاض مؤشرات البورصات الآسيوية.....
206	1- البورصة اليابانية.....
207	2- البورصة الصينية.....
207	3- بورصة سانغافورة.....
207	ث. انخفاض مؤشرات البورصات العربية.....
207	1- البورصة المصرية.....
207	2- بورصة السعودية.....
207	3- بورصة الإمارات.....
208	المبحث الثاني : الأضرار الملحقة لأزمة 2008 .....
208	أولاً: التحاق عدوى الضرر بمختلف الاقتصاديات.....
208	1. الإطار التحليلي للعدوى.....
211	2. القنوات التجارية والمالية.....
212	ثانياً: أضرار الأزمة المالية العالمية على الو.م.أ.....
215	ثالثاً: أضرار الأزمة المالية العالمية على الاتحاد الأوروبي.....
215	1. إنجلترا.....

216	2. ألمانيا.....
217	3. فرنسا.....
217	4. أيسلندا.....
217	5. بولندا.....
218	6. أيرلندا.....
218	7. السويد.....
218	8. الدانمارك.....
218	9. هولندا.....
219	10. روسيا.....
219	رابعا: أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم دول الشرق الآسيوية.....
219	1. اليابان.....
220	2. كوريا الجنوبية.....
220	3. الصين.....
223	خامسا: أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم دول أمريكا اللاتينية.....
221	1. كولومبيا والمكسيك.....
222	2. البرازيل.....
222	3. فنزويلا.....
223	سادسا: أضرار الأزمة المالية العالمية على أهم الدول العربية.....

223	1. المجموعة ذات الانفتاح المرتفع: دول مجلس التعاون الخليجي.....
226	2. المجموعة الثانية ذات الانفتاح المتوسط.....
226	أ. مصر.....
228	ب. الجزائر.....
230	ت. الأردن.....
232	ث. العراق.....
233	ج. فلسطين.....
235	3. المجموعة الثالثة ذات الانفتاح المنخفض.....
235	أ. السودان.....
237	ب. سوريا.....
238	المبحث الثالث: ارتدادات أزمة 2008 والدراسات السابقة.....
238	أولاً: الأزمة الاقتصادية اليونانية.....
238	1. الملامح العامة للاقتصاد اليوناني.....
240	2. بوادر الأزمة الاقتصادية اليونانية.....
241	3. أسباب الأزمة الاقتصادية اليونانية.....
243	4. سيناريو احتواء الأزمة اليونانية.....
244	5. خطط الاتحاد الأوروبي للإنقاذ.....
244	أ. خطوات الإنقاذ الأولى ( ماي 2010 – جوان 2011).....

247	ب. خطوات الإنفاذ الثانية ( فبراير 2012).....
247	ثانيا: أزمة الديون الأوروبية.....
248	1. أسباب أزمة الديون الأوروبية.....
251	2. الدين السيادي الأوروبي واحتمالات السداد.....
252	ثالثا: الأزمة الاقتصادية الإسبانية.....
253	1. التضخم المالي سنة 2008.....
253	2. عدم فعالية النظام المصرفي.....
254	3. بؤادر الأزمة الإسبانية.....
254	أ. البطالة.....
255	ب. الناتج المحلي الإجمالي.....
255	ت. مؤشر أسعار الاستهلاك.....
256	ث. الدين العام ودرجة المخاطرة.....
257	4. الاعتراف بالأزمة الإسبانية جويلية 2008.....
257	5. انهيار الأسواق المالية أكتوبر 2008.....
258	6. فترة الركود ديسمبر 2008.....
258	7. الخطة e لرفع الاقتصاد وتوسعه (يناير 2009).....
259	8. اجراءات اقتصادية أخرى لسنة 2009 - 2011.....
260	9. أزمة المؤسسة المالية " بانكيا " وعواقبها (ماي 2012).....

260	10. الإنقاذ المالي لإسبانيا (جوان - جولية 2012).....
261	رابعا: مخاطر على مصير الاتحاد الأوروبي.....
263	1. إشكالية العدوى أو اكتمال البنية.....
263	2. الاقتراب من الخيارات الصعبة.....
264	خامسا: أزمة الديون الأمريكية.....
264	1. الملامح العامة للاقتصاد الأمريكي.....
265	2. تصنيف الديون.....
266	3. أزمة الدين الأمريكي والاقتصاديات العربية.....
268	سادسا: الدراسات السابقة المتعلقة بالأزمات.....
278	خلاصة الفصل الثالث.....
279	الفصل الرابع: توقع الأزمات، الحلول والانتعاش
280	مقدمة الفصل الرابع.....
281	المبحث الأول : دراسة تطبيقية للتنبؤ بمؤشر كاك 40 باستخدام نموذج GARCH.....
281	أولا: أهمية الدراسة التطبيقية.....
281	ثانيا: أهداف السلسلة الزمنية ومكوناتها.....
282	ثالثا: نماذج السلاسل الزمنية.....
282	1. النماذج الخطية.....
288	2. النماذج اللاخطية.....



290	3. مقاييس دقة التنبؤ للنموذج المفترض.....
291	رابعا : استخدام <b>GARCH</b> للتنبؤ بمؤشر كاك 40 لبورصة باريس.....
292	1. عينة الدراسة وتحليل البيانات.....
293	2. دراسة استقرارية السلسلة.....
293	أ. تحديد عائد البورصة.....
294	ب. دالة الارتباط الذاتي للعائد $R$ .....
295	ت. اختبار ديكي فالر المطور.....
296	ث. اختبار Phillips Perron.....
297	3. اختبار مدى ملاءمة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لتقدير النموذج.....
298	4. تقدير نموذج التنبؤ بعائد البورصة.....
298	أ. التعرف على النموذج.....
298	ب. تقدير النموذج.....
299	المبحث الثاني: مواجهة الأزمة المالية العالمية دوليا.....
299	أولا : تقارير المؤسسات الدولية عن الأزمة المالية العالمية.....
299	1. الأمم المتحدة والأزمة المالية العالمية.....
300	2. البنك الدولي والأزمة المالية العالمية.....
301	3. صندوق النقد الدولي والأزمة المالية العالمية.....
301	ثانيا : جهود مواجهة الأزمة المالية العالمية.....

301	1. جهود الولايات المتحدة الأمريكية.....
302	2. الجهود الأوروبية.....
303	أ. إنجلترا ومواجهتها للأزمة.....
305	ب. روسيا ومواجهتها للأزمة.....
306	ت. ألمانيا ومواجهتها للأزمة.....
307	ث. أيسلندا ومواجهتها للأزمة.....
307	ج. اليونان ومواجهتها للأزمة.....
308	ح. فرنسا ومواجهتها للأزمة.....
309	3. الجهود الآسيوية.....
309	أ. الصين ومواجهتها للأزمة.....
310	ب. اليابان ومواجهتها للأزمة.....
310	ت. الهند ومواجهتها للأزمة.....
310	ث. كوريا الجنوبية ومواجهتها للأزمة.....
311	4. الجهود الخليجية.....
311	أ. السعودية ومواجهتها للأزمة.....
312	ب. الإمارات ومواجهتها للأزمة.....
312	ت. البحرين ومواجهتها للأزمة.....
312	ث. الكويت ومواجهتها للأزمة.....

312	ج. قطر ومواجهتها للأزمة.....
312	ثالثا: الحوكمة على صعيد القمم العالمية لمواجهة الأزمة المالية العالمية.....
312	1. قمة باريس 04 أكتوبر 2008.....
313	2. قمة وزراء مالية الاتحاد الأوروبي لكسمبورغ 07 أكتوبر 2008.....
313	3. قمة بروكسل 15 أكتوبر 2008.....
314	4. قمة وزراء مالية مجموعة السبع الصناعية واشنطن 10 أكتوبر 2008.....
314	5. الاجتماع السنوي لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي 10/10 – 12/10/2008.....
315	6. قمة أمريكية أوروبية واشنطن 18 أكتوبر 2008.....
316	7. قمة باريس لدول منطقة اليورو 12 أكتوبر 2008.....
317	8. قمة بكين 24 أكتوبر 2008.....
317	9. قمة العشرين واشنطن 15 نوفمبر 2008.....
320	10. قمة العشرين لندن 02 أبريل 2009.....
320	11. قمة العشرين في بيتسبرغ 24-25 سبتمبر 2009.....
321	12. قمة العشرين كندا 26-27 جوان 2010.....
323	المبحث الثالث: الاتجاه نحو الانتعاش وملاحمه.....
323	أولا: تطور دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات وتوقعها.....
323	1. آليات صندوق النقد الدولي.....
324	2. برامج ومجالات صندوق النقد الدولي لتوقع الأزمات.....

324	أ. برامج التثبيت والتعديل الهيكلي.....
324	1- المحور الأول: تخفيف العجز في ميزان المدفوعات.....
325	2- المحور الثاني: مكافحة التضخم.....
325	3- المحور الثالث: نمو القطاع العام وتشجيع آليات الخصخصة.....
325	ب. برامج الإنذار المبكر ومؤشرات توقع الأزمات.....
325	1- وسائل مراقبة السيولة.....
326	2- نبض وسلوك السوق.....
326	3- تصحيح الإجراءات والتطلع إلى المستقبل.....
326	ت. برامج اختبار الصدمات.....
327	ث. مجالات استجابة الصندوق للأزمات.....
328	ج. برنامج تقييم النظام المالي كحل للخروج من الأزمات.....
328	1- أهداف البرنامج.....
328	2- مؤشرات البرنامج لتوقع الأزمات.....
328	1) مؤشرات القطاع المالي.....
328	أ. مؤشر كفاية رأس المال.....
328	ب. مؤشر القدرة على الوفاء.....
328	ت. جودة أداء المؤسسات.....
328	ث. الإيرادات والمردودية.....

328	ج. السيولة.....
329	ح. درجة الحساسية لمخاطر السوق.....
329	(2) مؤشرات اقتصادية.....
329	أ. مؤشر النمو الاقتصادي.....
329	ب. مؤشر ميزان المدفوعات.....
329	ت. معدل التضخم.....
329	ثانيا : عوامل إضعاف دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمة المالية العالمية.....
330	ثالثا: مؤشرات الانتعاش للاقتصاد العالمي وملاحمه.....
330	1. مؤشرات الانتعاش.....
331	2. ملامح الانتعاش في الاقتصاديات المتقدمة.....
331	3. ملامح الانتعاش في الاقتصاديات الناشئة.....
332	رابعا: الشروط المستحدثة لصندوق النقد الدولي لتوقع الأزمات.....
332	1. شروط تفعيل دور صندوق النقد الدولي.....
334	2. إصلاح نظام الإقراض وزيادة حجمه.....
336	3. إصلاح نظام الحصص.....
336	4. إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية.....
336	أ. تعزيز قدرة هيئات التنظيم المالي على اكتشاف المخاطر.....
336	ب. تعزيز التعاون الدولي حول القضايا المالية والاقتصادية.....

337	ت. زيادة درجة اهتمام ومراقبة السياسات الاقتصادية للمخاطر النظامية.....
337	خامسا: إصلاحات وشروط تفادي وقوع الأزمات.....
337	1. إصلاح الهيكل المالي.....
337	أ. إصلاحات التغطية المؤسسية للتنظيم.....
338	ب. إصلاحات تغيير المحتوى الحقيقي لقواعد الإشراف.....
338	ت. إصلاحات تعديل هيكل جهات الإشراف التنظيمية.....
338	2. إصلاح وتنظيم عمل الأسواق المالية.....
338	أ. سد فجوات المعلومات.....
339	ب. توسيع محيط الإشراف التحذيري والتنظيم.....
339	ت. تعديل سياسات البنوك المركزية.....
339	3. السلوكات المسيرة للاتجاهات الدورية.....
341	4. تحسين أداء وكالات التصنيف الائتماني.....
341	5. دور الدولة في الاقتصاد.....
341	6. إصلاحات لجنة بازل لمواجهة التقلبات الدورية.....
342	7. إصلاح الحوكمة العالمية.....
343	8. موقف النظام الإسلامي والصيرفة الإسلامية من الأزمة المالية العالمية.....
344	خلاصة الفصل الرابع.....
345	خاتمة عامة.....

351	.....ملاحق
364	.....قائمة المراجع
374	.....فهرس الأشكال
375	.....فهرس الجداول
377	.....الفهرس العام

## ملخص:

إن هبوط مؤشرات البورصة و خيبة آمال المستهلكين و فقدان مناصب شغلهم كلها أضرار أزمة الرهون العقارية حيث كانت آثار العدوى ممتدة وموسعة. كل هذا أصبح يشغل اهتمام كل البورصات عدا البعض في دول عرضت فرص شراء أوراق مالية ذات جودة عالية و سعر مميز.ولهذا يتوجب الفحص الملائم اعتمادا على دورات البورصة والدورات الاقتصادية والارتباط فيما بينهم ،من أجل تدنية الأضرار الأساسية والملحقة للأزمة.

إن الفجوة بين الدورة الاقتصادية ودورة البورصة تمثل تحدي وإثارة للمستثمرين. فعند الذروة أو عند الحضيض ،يميل بعض المستثمرين محي المخاطرة حيث يسترشدون بعواطفهم ويتجهون إلى الشراء بأسعار مرتفعة أو البيع بأسعار منخفضة ، وهذا يعتبر نقيض السلوك العقلاني(الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع).

و النموذج المقترح GARCH الذي تم تطبيقه على بيانات التسعيرة اليومية لمؤشر كاك 40 لبورصة باريس، وبعد تحديدنا للعائد توضح أن للأزمة المالية العالمية لها تأثير على العائد بالسلب ومفسرة إحصائيا.

**الكلمات المفتاحية :** الأزمة المالية ، دورة البورصة ، الدورة الاقتصادية ، العولة المالية ، أثر العدوى ، توقع الأزمات، نموذج GARCH.

## Résumé:

Régression des indices boursiers, détérioration de la confiance des consommateurs, perte des emplois, et crises des subprimes sont devenues le quotidien de l'ensemble des pays. Les effets de contagion sont multiples et très étendus. Néanmoins, hormis ces nouvelles déprimantes l'ensemble des bourses de valeur regorge d'opportunités d'achat de titres financiers, à priori de très bonne qualité, à prix très avantageux. Il nous a semblé très utile d'examiner aussi bien sur les cycles boursiers et économiques que leur corrélation afin de minimiser les dommages latéraux que collatéraux de la crise.

Le décalage entre les cycles boursiers et économiques reflète une période de dilemme pour les investisseurs en ce sens qu'aux sommet ou aux creux des marchés boursiers, les risquophobes ont tendance à se laisser guider par leurs émotions ;dans cette perspective ils achètent à prix forts ou vendent à prix faibles ce qui est aux antipodes de la rationalité.

Enfin, du modèle proposé (GARCH) qui a été appliquée au cotation de l'indice CAC 40 de la Bourse de Paris, et après l'identification de la rentabilité, il en découle que la crise financière mondiale a un impact négatif sur la rentabilité et expliqué statistiquement significative.

**Mots clés :** Crise Financière, Cycle Boursier, Cycle Economique, Mondialisation Financière, Effet de Contagion, Anticipation des Crises, Modèle GARCH.



**Abstract:**

The fall of stock market indices and consumers' disappointment for job loss were the results of subprime mortgage crisis. These effects were the concern of stock exchanges, except some stock exchanges in some countries which offered opportunities of buying stock exchanges in good prices. To explain this phenomenon, we thought it is useful to examine the relationship of economic circles to market cycles in order to assess the major economic trends of the crisis. The gap between economic cycles and market cycles was a challenge for some investors; some risk-taking investors displayed an irrational behaviour as they were guided by their emotions, buying at high prices and selling at low prices. The proposed model 'GARCH', which was applied to the listing of CAC 40 index to identify its return, explains statistically that the global financial crisis had a negative impact on return.

**Keywords:** Financial Crisis, Stock Market Cycle, Economic Cycle, Financial Globalization, Contagion Effect, Anticipation of Crises, GARCH Model.