

# الأزمة المالية العالمية الأسباب والنتائج

أ.د/محمد احمد المتيوتي

أستاذ إدارة الأعمال . كلية التجارة والعلوم الإدارية . جامعة إب

## المقدمة

يشهد العالم الآن أزمة مالية عالمية بدأت شراراتها في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2007م، ثم اندلعت نيرانها في سبتمبر 2008م في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى؛ من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق استثمار، وشملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة متوالية للمؤشرات بها، وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الاقتصاد في صورة ركود بدأ يُخيم على حركة الأسواق، وانخفاض في معدل النمو، وأصبحت هذه الأزمة الشغل الشاغل لجميع المسؤولين والخبراء، وشغلت أخبارها الصحف والمجلات وجميع وسائل الإعلام. إن بداية الأزمة هي نتيجة التوسع الهائل في منح القروض العقارية في السوق الأمريكي بدون ضمانات كافية اعتماداً على الارتفاع الكبير في أسعار العقارات متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر. واعتمدت المصارف هذا النهج في ظرف اتسم بنمو غير مسبوق لقطاع العقار وانخفاض هام لنسب الفوائد المعمول بها<sup>0</sup>.

سارت الأمور لسنوات على هذا النحو لكن مع تراجع النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة وزيادة البطالة مومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية تراجعت أسعار العقارات من جهة، وتوقف مقترضون عن سداد ديونهم، وبالتالي وجدت البنوك أنها لا تستطيع بيع العقارات لاسترداد قيمة القروض لأن قيمة هذه العقارات أصبحت أقل من قيمة القروض وأصبح هناك قروض عقارية بمئات المليارات يعجز من حصلوا عليها تسديدها. والنتيجة، ان فقاعة القروض العقارية قد انفجرت.

## مشكلة البحث :

تتحدد مشكلة البحث في الإجابة على التساؤل الآتي :

ما حقيقة الأزمة المالية الحالية ؟ وهل هي أمريكية أم عالمية ؟ وما الأسباب الكامنة وراءها ؟ وهل إن قروض الرهن العقاري كانت السبب الرئيسي وراء الأزمة ؟

## أهداف البحث :

يهدف البحث إلى :

- 1- الوقوف على واقع الأزمة المالية العالمية الحالية .
- 2- تحديد الأسباب الكامنة وراءها .
- 3- معرفة مدى انعكاساتها على الوضع الاقتصادي الأمريكي والعالمي .
- 4- مناقشة مدى جدية الإجراءات المتخذة لمعالجة الأزمة

## فرضية البحث :

في ضوء مشكلة البحث و أهدافه يفترض البحث الآتي :

إن القروض العقارية مجد ذاتها لم تكن السبب الرئيس وراء الأزمة المالية الحالية وإنما ما رافقها من استخدام لأدوات الهندسة المالية ( توريق الديون واستخدام المشتقات) هو السبب الرئيس وراء الأزمة .

## ملاح الأزمة المالية العالمية

قامت مؤسسات مالية وبنوك بإقراض أموال "عقارية" لأسر غير قادرة على التسديد ودون ضمانات كافية، وتم تشجيع هذه العملية من قبل الحكومة الأمريكية بمقتضى قانون يهود إلى 1977 ينص على إمكانية أن تطلب أي مؤسسة مالية وتحصل على ضمانات لودائعها المالية من الدولة "الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع" إذا التزمت بالإقراض إلى أسر أمريكية من ذوي الدخل المتواضع نتيجة لذلك شهد قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية انتعاشا خلال الفترة من عام 2001-2006، حيث تميزت تلك الفترة بتوافر سيولة ضخمة في الاقتصاد الأمريكي وارتفاعات متتالية في أسعار العقارات الأمريكية وانخفاض أسعار الفائدة حيث كان سعر الفائدة 1٪ عام 2003 وهو الأدنى منذ عام 1958، أدت كل هذه العوامل إلى قيام البنوك الأمريكية ليس فقط بالتوسع في الإقراض العقاري بل قامت بتخفيض معايير الإقراض حيث لم يكن يسمح قبل هذه الفترة بمنح قروض إلا للمقترض المؤهل وذلك وفقا لإجراءات موضوعة من قبل جهتي الإقراض في السوق الثانوي وهما مؤسسة فاني ماي (Fannie Mae) ومؤسسة فريدي ماك (Freddie Mac) ومنذ عام 2001 زاد حجم القروض من الدرجة الثانوية Sub Prime Loans (القروض الممنوحة بضمانات قروض) أو القروض الثانوية حتى بلغت القروض عالية المخاطر في السوق الأمريكية نحو 1.3 تريليون دولار وذلك في مارس 2007، حيث أدت الارتفاعات المتتالية في أسعار العقارات إلى ارتفاع قيمة الأصول العقارية للمقترضين وهو ما دفع بهم إلى بيع تلك الأصول إلى أفراد آخرين للاستفادة من هامش ربح أو الحصول على قرض إضافي ثانوي أقل جودة بالإضافة إلى التوسع الكبير في الأدوات المبتكرة قصيرة الأجل للائتمان وفي استخدام المشتقات المالية، كذلك قامت المؤسسات المالية

الأمريكية بتوريق قروض الإسكان الموجودة لديها (إصدار سندات بضمان المدين العقاري) وهي التي تم إصدارها للديون الرديئة ثم بيعها إلى مستثمرين ومؤسسات مالية أخرى حول العالم خاصة في أوروبا وآسيا وأصبح في كل بورصة ما لا يقل عن 20% من هذه الأسهم الخاصة بالرهن العقاري . إلا أنه منذ عام 2004 ظهر ما يسمى بـ " أزمة القروض العالية المخاطر " كنتيجة لاستمرار ارتفاع أسعار العقارات الأمريكية والاستمرار في منح القروض العقارية وارتفاع قيمة الأصول العقارية للمقترضين مما يغري حاملي الأصول العقارية ببيعها والاستفادة من هامش ربح وتوجيه هذه القروض إلى الإنفاق الاستهلاكي مما أدى إلى ضغوط تضخمية وبناء على ذلك قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتطبيق سلسلة من الارتفاعات المتتالية لأسعار الفائدة بلغت نحو 5.25% في يونيو 2006 مما أدى إلى ارتفاع أعباء القروض العقارية وعجز المقترضين عن سداد أقساطها ، وقد تزايدت معدلات التخلف عن السداد خلال عام 2007. (الأزمة العالمية نت 1).

وأدى تراجع الطلب على القروض العقارية نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض الطلب على العقارات وانخفاض أسعارها ، كذلك انخفضت قيمة مستحقات البنوك وبالتالي هبطت أسهم معظم البنوك في الأسواق المالية الأمريكية وغير الأمريكية حيث شهدت جميع البورصات العالمية والعربية في منتصف سبتمبر 2008 تراجع مؤشرات متأثرة بأزمة الرهن العقاري في أمريكا ولترابط عدد كبير من المؤسسات المالية خاصة الأوروبية والآسيوية بسوق المال الأمريكي طالبت الأزمة البنوك وشركات القروض العقارية وشركات الاستثمار والأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم ، وتقدر حجم خسائر البورصات العالمية بنحو 2.5 تريليون دولار ومن المتوقع زيادتها في ظل استمرار الأزمة.

### الأسباب الكامنة وراء الأزمة المالية العالمية

قبل الخوض في الأسباب الكامنة وراء الأزمة لابد من إيضاح مفهوم الهندسة المالية وأدواتها التي لعبت دوراً أساسياً في خلق الأزمة المالية الحالية .

بولت. تعنى الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة

ومبدعة للمشكلات المالية (Finnerty, 1988,14)

أي هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة ، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل

في ظل هذا الإطار يتحدد نطاق الهندسة المالية بثلاث مجالات رئيسية :-

1- ابتكار أدوات مالية جديدة تتلائم مع الحاجات والظروف المستجدة للمنشأة (مثال ذلك: تقديم أنواع مبتكرة من الأسهم والسندات الصادرة عن القروض العقارية والسندات منخفضة الجودة والمشتقات بأنواعها وعقود المبادلة التي تغطي احتياجات منشأة الأعمال بهدف رفع كفاء الأداء.

- 2- ابتكار عمليات وآليات تمويلية جديدة. من شأنها تخفيض تكاليف المعاملات مثل التسجيل على الرف وابتكار فكرة سمسار الخصم والمتاجرة بالحزمة والشراء الهامشي والتداول الالكتروني للأوراق المالية.
- 3- ابتكار حلول جديدة خلاقية ومبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشأة الأعمال مثل : ابتكار استراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار وأنماط جديدة لإعادة هيكلة منشأة الأعمال للتغلب على مشكلات قائمة للإدارة التمويلية، وأفكار جديدة لإدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع، (زايدي نت 2)

### أولاً: تطورات الأدوات المالية بالأسواق العالمية

بفعل الهندسة المالية ظهرت العديد من الأدوات المالية لم تكن معروفة من قبل فانتشرت مثلاً عمليات التوريق Securitization التي بموجبها يتم تحويل القرض إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية مثل السندات. أما التوريق المصرفي Securitization فهو أداة مالية مستحدثة تفيده قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك. وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة أو معبرية Bridging أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية يتم تداولها ثم ظهرت المشتقات كأدوات مالية التي تعد من أهم سمات التطورات الحديثة في أسواق المال الدولية وبدأ التعامل بها نتيجة للتقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم حيث تستخدم هذه الأدوات للتحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار.

وتعرف المشتقات: بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيره) (سالم 1982، 243).

يمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى مجموعتين:

المجموعة الأولى وتنقسم إلى: أوراق مالية أساسية.. وأخرى أوراق مالية مشتقة، فالأولى تتضمن الأوراق المالية المتعارف عليها مثل السندات والأسهم العادية والتمتازة.. وتمثل عقود المشتقات أساساً في عقود الخيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية، وعقود المبادلة. وكما يظهر من اسمها.. فإن هذه العقود وكذلك قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر. تجدر الإشارة إلى الأسواق الحاضرة والأصول المالية التي تتداول فيها تعتبر متطلباً أساسياً ولا غنى عنه لوجود المجموعة الثانية من الأوراق المالية أي عقود المشتقات.

ويتم التعامل في أدوات المشتقات من خلال الأسواق المنظمة (البورصات) أو من خلال الأسواق غير المنظمة. وهناك عدة أنواع من أدوات المشتقات. وفيما يلي توضيح مختصر لأهم أدوات المشتقات المالية انتشاراً

(هندي . 2002):

## 1- العقود الآجلة Forward Contracts .

وهي عقود تبرم بين طرفين ، مشتر وبائع للتعامل على أصل ما ، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد ، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق .  
وتستخدم المصارف والمستثمرون هذه العقود لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات الإيرادات والنققات المستقبلية.

## 2- العقود المستقبلية Futures Contracts .

تعطي هذه العقود لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. ويلتزم كل من طرفي التعاقد بإيداع نسبة من قيمة العقد (هامش مبدئي) لدى بيت السمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر. ويتمثل وجه الخلاف الرئيس بين العقود المستقبلية وعقود الخيار في أن العقود المستقبلية واجبة التنفيذ بينما تعطي عقود الخيار لمشتريها الحق في تنفيذ العقد من عدمه. وتتميز العقود المستقبلية عن الآجلة في إمكانية تداولها في البورصات.

## 3- عقود الخيارات Options .

هي عقود يحق بموجبها للمشتري الاختيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما يبيعا أو شراءً لقدر معين من أصل مالي في تاريخ لاحق وبسعر يحدد وقت التعاقد. وذلك نظير دفع علاوة للبائع عند تحرير العقد غير قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه. ويعتبر الاختيار أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغيير أسعار الأوراق المالية. كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح.

## 4-المبادلات Swaps .

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد وفقا له قيمة الصفقة أنيا على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق.  
إضافة إلى ذلك ظهرت أنواع متعددة وجديدة من السندات منها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم. السندات القابلة للاستبدال. السندات التي لها حق شراء اسهم المنشأة المصدرة للسند. السندات صفرية الكوبون.سندات الدخل. السندات ذات الفائدة المتحركة. السندات منخفضة الجودة التي تصدر لتمويل عملية شراء اسهم ويترتب على ذلك زيادة كبيرة في الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة مما يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوف بالمخاطر.

## ثانياً: العمليات المبتكرة في ظل الهندسة المالية

حاولت الهندسة المالية ابتكار عمليات تتصف بسرعة التنفيذ وانخفاض الكلفة منها..

### 1. التسجيل من الرف Shelf Registration

لكي تبدأ المنشأة في طرح أوراق مالية للاكتتاب العام عليها أن تتقدم بطلب تسجيل لدى هيئة الأوراق المالية و البورصة التي يقع عليها مسئولية التأكد من أن البيانات الموضحة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المقرر طرحها. إذا كانت الظروف مؤاتية يتوقع أن ينفذ الإصدار في أيام قليلة وربما بضع ساعات أو دقائق Go out the window. أما إذا لم يتوافر واحد أو أكثر من شروط الإصدار ربما يعجز بنكير الاستثمار من تصريف الحد الأدنى المتفق عليه في الفترة المحددة ونتيجة لذلك تتحقق الخسارة الكبيرة. إن العلاقة بين حجم الإصدار وبين نصيب الورقة المالية من تكلفة الإصدار علاقة عكسية وذلك لأن الجانب الأكبر من تكلفة الإصدار تتمثل أساساً في مصاريف تسجيل الورقة لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة وهي تكاليف ثابتة. وهذا يعني إن تعدد مرات التسجيل لإصدارات صغيرة لا بد أن يصحبه ارتفاع في نصيب الورقة المالية من تكلفة الإصدار.

واعترافاً بعبء التكاليف الثابتة للتسجيل استجابت لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة لوجهة نظر المهندسين الماليين من خلال تعديل أجري عام 1982م بمقتضى القاعدة (415). بمقتضى تلك القاعدة يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقاً مالية من حين لآخر بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات.

يطلق على هذا الإجراء التسجيل من الرف Shelf Registration إذ يظل طلب التسجيل الرئيسي محفوظاً لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة ساري المفعول لمدة قد تصل إلى عامين

### 2- سمسار الخصم Discount Brokers

السمسرة هي عمولة تضاف إلى قيمة الصفقة التي تجري بين المتعاملين ، ولما شعر السماسرة بثقل عبء العمولة على المؤسسات اتبعوا سياسة أطلقوا عليها التخلي Give-up وبمقتضى تلك السياسة يتخلى السمسار عن جزء من العمولة قد يصل إلى 80٪. وقد نجحت الهندسة المالية في تخفيض عمولة السمسرة من خلال تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة بهدف تخفيض تكلفته ، إنها سمسار الخصم الذي يقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة مستبعداً أكثر خدمات السمسرة تكلفة ، فالخدمات التي يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء وهي غير الخدمة الكاملة التي تقدمها بيوت السمسرة التي تحصل بموجبها على عمولة كاملة Full-Servic Brokerage

### 3- المتاجرة بالحزمة Package Trading

إلى عام 1975م كانت المتاجرة في أسواق رأس مال تجري على أسهم فردية ، أي أن أمر الشراء أو البيع لا

يتضمن سوى أسهم منشأة معينة دون غيرها. وفي عام 1975م نشطت الهندسة المالية وقدمت منتجاً جديداً هو المتاجرة بالحزمة حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة بالبورصة. هذا الأسلوب في المتاجرة يناسب المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار حيث يصبح مضيقاً لوقت ولكلفة التعامل على أساس السهم بالسهم. تلجأ المؤسسات المالية للمتاجرة بالحزمة عندما تعترض تغيير التشكيلة التي تتكون منها محفظة الاستثمار أو اتباع استراتيجيات استثمارية تستلزم تغيير مكونات المحفظة المالية كلها أو جزء كبير منها في ضوء المتغيرات الاقتصادية. ويشير كروزمان (18، 1988، Corossman) إلى إمكانية استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأسمالية. ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم قد تعتمد المؤسسة المالية على تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة مقابل زيادة السندات وهذا يعني أن المتاجرة بالحزمة تسهم في تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات وبالعكس لتبدو وكأنها أداة مساعدة للتغطية ضد المخاطر.

ومما يذكر أن أزمة يوم الاثنين الأسود في 19 أكتوبر التي حدث فيها الخلل الشديد بين سيل جارف من أوامر البيع، وقدر محدود من أوامر الشراء حملت معها عاصفة هبت على المتاجرة بالحزمة تتضمن اتهامات لها بأنها لعبت دوراً في إحداث الأزمة، فهي تنطوي على التعامل مع تشكيلة من الأسهم مما يعني تنفيذ أوامر بيع للعديد من الأسهم في لحظة واحدة خلال الأزمات، وهو ما يؤدي بدوره إلى اتساع دائرة هبوط الأسعار لتنتشر الأزمة هنا وهناك في لحظات، هذا لا يمكن أن يحدث لو أن الأوامر تتضمن سهماً بسهم. هذا الإتهام انتهى إلى أن اتجهت هيئة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى عدم السماح باستخدام متاجرة الحزمة عند حدوث أزمات يترتب عليها هبوط قيمة مؤشر داو جونز بنسبة معينة.

#### 4- الشراء بالهامش Margin Purchase

يقصد بالشراء الهامشي قيام العميل (المستثمر) بتمويل جزء من الصفقة نقداً من أمواله الخاصة والباقي بقرض يحصل عليه من السمسار الذي ربما يقرضه بدوره من بنك تجاري. ويمثل المبلغ النقدي المدفوع الهامش المبدئي للصفقة والذي يمثل غطاءاً لحماية المقرض. هذا الأسلوب من ابتكارات الهندسة المالية، فالشراء الهامشي يتيح الفرصة للمستثمر أن يغتنم فرصة ملاءة سعر الورقة المالية وذلك بشراء كمية منها تزيد عن موارده الذاتية بفضل القرض الذي يحصل عليه قبل ضياع الفرصة لو استخدم الأسلوب التقليدي في الاقتراض.

في ظل هذا النوع من المعاملات يفتح العميل حساباً للهامش لدى بيت السمسرة وبمقتضى اتفاق خاص يقوم السمسار بالحصول على قرض من البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة كهامش، على أن توضع الأوراق محل الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض وعلى أن تسجل الأوراق المشتراة باسم بيت السمسرة وليس باسم العميل الذي أبرمت الصفقة لصالحه.

وكما يبدو فإن القيمة النقدية التي يدفعها العميل والمتمثلة في الهامش المبدئي هي في حقيقة أمرها هامش آمن للسهم الذي حصل على قرض من البنك.

فلو انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة بنسبة معينة يظل السهم قادراً على استرداد قيمة القرض من حصيلة بيع الأوراق المالية التي تحت يده والمسجلة باسمه. وتتضاءل المخاطر التي يتعرض لها أطراف هذا النوع من التعامل عندما تتسم الصفقة بالاستمرار. أما إذا تعرضت تلك الأوراق لانخفاض في قيمتها السوقية فإن نسبة الهامش الفعلي سوف تنخفض إلى مستوى أقل من الهامش المبدئي وتظهر في الأفق المخاطر التي تهدد السهم والبنك الذي قدم القرض.

هنا قدمت الهندسة المالية ابتكارها: إذ يشترط في مثل هذه الصفقات أن لا تقل نسبة الهامش المبدئي في أي لحظة عن هامش وقاية Maintenance Margin .

وتفرض بورصة نيويورك على أعضائها أن لا تقل نسبة هامش الوقاية عن 25% (Francis 1992, 95). وإذا ما انخفضت نسبة الهامش الفعلي عن هامش الوقاية يطلب السهم من العميل دفع مبلغ إضافي خلال خمسة أيام عمل ، أو أن يبيع جزءاً من الأوراق محل الصفقة وذلك بهدف زيادة نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الوقاية. هذا وعادة ما تقوم بيوت السمسرة بحساب نسبة الهامش الفعلي يومياً على أساس سعر الإقفال لتحديد موقف حساب كل عميل مع تغيير في سعر الورقة المعنية ، بل وإزها تغذي الحاسوب بالقيمة السوقية التي إذا ما بلغها السهم وجب مطالبة العميل بزيادة الهامش وبالتالي تسهل متابعة مركز العميل واتخاذ الإجراء المناسب في الوقت المناسب.

وهكذا وفرت الهندسة المالية لهذا المنتج المالي (البيع بالهامش) آلية التغطية ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها السهم والبنك من جراء عدم قدرة المستثمر على الوفاء بالتزاماته. من ذلك يتضح أن النظام المالي في ظل أدوات الهندسة المالية يمثل نظاماً هشاً مبنياً على الاحتمال قابل للانهدام الكامل إذا انهار أحد أركانه وهذا هو أحد أسباب الأزمة المالية الحالية.

ثالثاً: ابتكار حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية

إن المنشأة تعمل في ظل قيود تشريعية وأخرى يفرضها عليها السوق أو تفرضها ظروف المنشأة ذاتها. فجاءت الهندسة المالية لتقديم العون لمنشآت الأعمال من أجل تخفيض أو التخلص من ضغوط القيود المفروضة عليها. مثال على ذلك رأس مال البنك يعد في حد ذاتها قيداً على نشاط البنك وربحيته. فوفقاً للتشريعات المصرفية يتوقف الحد الأقصى للقرض الذي يقدمه للبنك على حجم رأس ماله. كذلك تربط بعض التشريعات بين حجم رأس المال وحجم الودائع التي يمكن للبنك قبولها دون التزامات إضافية يفرضها البنك المركزي وفي محاولة للتخلص من تلك القيود توصلت الهندسة المالية إلى إمكانية إصدار البنك لسندات متوسطة الأجل لها سمة حقوق الملكية بحيث أصبح رأس مال البنك بموجب ذلك مكوناً من رأس مال

أساسي يتمثل في رأس المال المدفوع والاحتياطات والارباح المحتجزة. ورأس مال مكمل يتضمن (ضمن ما يتضمن) إصدارات البنك من الأسهم الممتازة والسندات.

**في ضوء متابعة الباحث للآزمة المالية وما كتب عنها يمكن تحديد بعض الأسباب الكامنة ورائها وكما يلي:**

1- أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (الخففاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1٪ في عام 2003م) ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها وخاصة القروض العقارية مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة. أي أن بداية الآزمة هي نتيجة التوسع الهائل في منح القروض العقارية في السوق الأمريكي بدون ضمانات كافية اعتماداً على الارتفاع الكبير في أسعار العقارات متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر. والهدف هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح. واعتمدت المصارف هذا النهج في ظرف اتسم بنمو غير مسبوق لقطاع العقار والخففاض هام لنسب الفوائد المعمول بها، الأمر الذي أدى بأعداد كبير من الأمريكيين إلى حد القناعة أن الفرصة جدا مواتية لشراء مسكن. (اليوسف نت 3)

سارت الامور لسنوات على هذا النحو لكن مع تراجع النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة وزيادة البطالة ومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية تراجعت أسعار العقارات من جهة، وتوقف مقترضون عن سداد ديونهم للبنوك، وبالتالي وجدت البنوك أنها لا تستطيع بيع العقارات لاسترداد قيمة القروض لان قيمة هذه العقارات أصبحت اقل من قيمة القروض وأصبحت هناك قروض عقارية بمئات المليارات يعجز من حصلوا عليها لتسديدها. والنتيجة، إن فقاعة القروض العقارية قد انفجرت. هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكية أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

هذا التطور أدى إلى توسع هائل للأسواق المالية التي تعولت بسرعة، فبات القطاع المالي في بريطانيا، على سبيل المثال، مسؤولاً عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع المالي - العقاري في أمريكا حتى عام 2006، وكلا القطاعين اعتمد بشكل كامل على المضاربة وليس على الاقتصاد الحقيقي. إن ظاهرة سيطرة الطبقة المالية - المصرفية حولتها من "نظام" اقتصادي يستند إلى قواعد تنظيمية واضحة، إلى "فوضى" كازينو القمار الذي يقوم على مبدأ "المخاطرة الكبيرة لتحقيق الأرباح الكبيرة". ولمواجهة تداعيات مسلسل الأزمة المالية، وجدت المصارف المركزية في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا نفسها مضطرة للتحرك، ولم يبق لها سوى الخيار بين تغيير نسب الفوائد أو ضخ أموال في البنوك المتضررة. وقد عمد الاحتياطي الفدرالي الأمريكي على نهج الخيار الأول، حيث بادر في العديد من المرات على خفض النسبة التي تراجعت من 5.25 بالمائة في حزيران/يونيو 2006 إلى 2 بالمائة في نيسان/أبريل 2008. ولم تكن الحكومة الأمريكية بهذا الإجراء، بل اختارت الذهاب بعيدا في سعيها إلى تفادي تفشي

الأزمة، حيث قررت تأمين بنوك كبيرة.

2- الرهون العقارية الأقل جودة subprime، وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حين يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار ونتيجة لسهولة الحصول على قرض أن يسعى للحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض.

في هذا الإطار يحدد الدكتور محمد عبد الحليم عمر، الأستاذ بجامعة الأزهر، ملامح الأزمة وأسبابها حيث يقول: أعتقد أن ملامح الأزمة المالية الحالية تتلخص في أن المؤسسات المالية قدمت قروضاً هائلة للتمويل العقاري بلغت حوالي 11 تريليون دولار لشراء المنازل، كما قدمت مبلغاً مماثلاً بصفة قروض استهلاكية بموجب بطاقات الائتمان، ثم قامت ببيع هذه القروض لشركات التوريق وأعدت إقراض ما حصلته في تمويل عقاري جديد مرات متتالية، وقامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه القروض وطرحتها في أسواق المال، وتم تداولها بإعادة بيعها لآخرين، ومنهم إلى غيرهم في تيارات متتالية؛ وذلك بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية؛ اعتماداً على ما تدره من فوائد، والتي بدأت يسيرة لمدة سنتين ثم تزايدت بعد ذلك، وفي المقابل قام المقرضون أصحاب المنازل بإعادة رهن العقارات بعد تقويمها بمبالغ أكثر من قيمتها الأصلية والحصول على قروض من مؤسسات أخرى، التي بدورها باعت هذه القروض لشركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول. (خليل النت 4) وفي خطوة ثالثة تم إصدار أدوات مالية مشتقات للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات، وتم طرحها في الأسواق هي الأخرى، وتم تداولها منفصلة عن السندات، وبالتالي تحملت المنازل بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمة هذه المنازل، وانقطعت الصلة بين حَمَلَة السندات والمقرضين بضمان العقارات، ولما تشبع السوق العقاري وقلَّ الطلب انخفضت أسعار المنازل والعقارات، وفي ظل تزايد الفوائد وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض وفوائدها. وهنا بدأت أسعار السندات في الانخفاض، واتجه حَمَلَتها إلى بيعها بخسارة، وتوقفت المؤسسات المالية عن الإقراض؛ نظراً لتعثر المقرضين السابقين، وبالتالي قلَّ الطلب مرةً أخرى على العقارات فانخفضت قيمتها. ومن المقرر قانوناً أن المؤسسات المالية المقدمة للقروض رغم بيعها تعتبر مسؤولةً مع شركات التوريق عن متابعة تحصيل الأقساط والفوائد وتسليمها لحملة السندات، ويتوقف المقرضين عن السداد تركوا المنازل للمؤسسات المالية والتي أصبحت قيمتها أقل بكثيرٍ من قيمة القروض، فضلاً عن عدم تمكن هذه المؤسسات من بيعها للركود الحاصل في سوق العقارات، وبالتالي أصبحت هذه القروض رديئة؛ لا يمكن تحصيلها،

والمؤولة أصلاً من ودائع عملاء آخرين، فبدأ العملاء في سحب جماعي لأموالهم عجزت معه المؤسسات المالية عن مواجهة السحب فأعلنت إفلاسها، وفي المقابل انخفضت أسهمها وأسهم شركات الاستثمار العقاري التي تقدم قروضاً أيضاً، فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية، وهكذا. وفي مثال مسهل أصبح يوجد منزل قيمته مليون دولار ترتبت عليه ديون متداولة في الأسواق المالية بحوالي 30 مليون دولار؛ بعضها يستند إلى بعض في توازن هش بحيث إذا تعذر سداد أحدها انهارت المنظومة بكاملها فيه، وهو ما حدث في الأزمة العالمية.

وفي تطوير مترتب على ذلك قامت شركات التمويل العقاري والبنوك بالاتفاق مع مشتري العقارات على التأمين على سداد القروض في شركات التأمين مقابل أقساط، وعندما عجز المشترون عن دفع الأقساط كانت شركة التأمين مطالبة بالسداد، وعند تفاقم المشكلة عجزت هذه الشركات عن توفير السيولة اللازمة لدفع التعويضات فدخلت دائرة التعثر والإفلاس، وهكذا أصبح الجميع يتنازع ملكية أو الحقوق على المنزل؛ فصاحب المنزل يظن أن له حقاً في المنزل باعتباره مملوكاً له؛ لأنه اشتراه، وشركات التمويل العقاري والبنوك المقرضة تظن أن لها حقاً في المنزل؛ لأنه مرهون لها، والمؤسسات الأخرى التي أعاد المشتري رهن العقار لها مقابل قرض جديد تظن أن لها حقاً في المنزل، وشركة التأمين تقول إن لها حقاً في المنزل، أي إن العقار الواحد الذي يساوي مبلغاً ما أصبح عليه حقوق للعديد من الأطراف بأضعاف قيمة هذا المبلغ، وعندما توقف مشترو المنازل عن الدفع قامت الشركات والبنوك بمحاولة بيعها، ولكن المشتري رفض الخروج طبقاً للقانون، وهو ما دفع أسعار العقار إلى الانخفاض؛ لأنها مشغولة بساكن، وهنا بدأت أسعار السندات التي طُرحت برهن المنازل في الانخفاض لمحاولة تخلص حاملها منها بالبيع، وهكذا تعقدت المشكلة وتشابكت وتراكمت.

وفي ضوء هذا التشخيص المبسط يمكن قراءة الأزمة؛ أسبابها وتداعياتها على الوجه التالي:

3- الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية "Securitization" التوريق"، تعني ببساطة قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة. وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وهكذا. والنتيجة أن يكون هناك بناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار إذا انهار أي طابق منه صحيح أن تدوير رؤس الأموال يؤدي إلى خلق فرص تمويلية جديدة، لكنه أيضاً يحمل مخاطر كبيرة، خاصة وأن جانباً كبيراً من هذه القروض العقارية تصبح بلا ضمان إذا انهارت أسعار العقارات، وهو ما حدث. (اليوسف نت 5)، ان عملية "التوريق" أصبحت رقماً هاماً في معادلة الاقتصاد العالمي وأزمته الحالية وهي باختصار- كما تم بيانه- قيام البنوك وشركات التمويل العقاري ببيع دين القروض لإحدى الشركات المتخصصة، والتي تسمى قانوناً "شركات التوريق"، وهذا البيع يكون بمقابل معجل أقل من قيمة الدين، ثم تقوم شركة التوريق

بإصدار سندات بقيمة هذه الديون بقيمة اسمية لكل سند، وتطرحها للاكتتاب العام (بيعها) للأفراد والمؤسسات بقيمة أكبر وأقل من القيمة الاسمية، أي بعلاوة أو (خصم إصدار) وتتولى شركة التوريق مع شركة التمويل عملية تحصيل الأقساط والفوائد من المقترضين الأصليين وتوزعها على حملة السندات؛ وبذلك تحصل شركة التمويل على سيولة وتكسب شركة التوريق الفرق بين قيمة القروض وبين ما دفعته لشرائها، ويكسب حملة السندات الفوائد، كما يمكنهم تداول هذه السندات في سوق المال بالبيع لغيرهم وباستمرار تداول السندات تنتقل الملكية إلى عديدين في داخل البلاد وخارجها. وفي المقابل فإنه عندما يفترض مشترو العقارات من مؤسسات مالية أخرى برهن نفس العقارات تقوم هذه المؤسسات ببيع هذه القروض لشركة توريق التي تصدر بها السندات وتطرحها في الأسواق، وبالتالي يصبح للعديد من الناس والمؤسسات حقوق على العقار وتزايد قيمة الأوراق المالية المصدرة عن قيمة العقارات، وإذا حدث وتحوّلت هذه القروض إلى قروض رديئة لتعثر مالكي العقارات عن السداد أو تنخفض قيمة العقارات في الأسواق فإن حملة السندات يسارعون إلى بيع ما لديهم فيزيد العرض وينخفض سعرها، وتزيد الضغوط على كل من المؤسسات المالية وشركات التوريق، وهكذا يمكن القول إن التوريق بما ينتجه من تضخم لقيمة الديون وانتشار حملة السندات الدائنين وترتيب مديونيات متعددة على العقار هو حجر الزاوية في حدوث الأزمة المالية.

4- ظهور المشتقات: البنوك لم تكف بالتوسع في القروض الأقل جودة، بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وتعدد أدوات المشتقات المالية؛ من أهمها ما يأتي:

#### العقود المستقبلية:

والغرض من إبرام هذه العقود ليس تسلم المعقود عليه أو الثمن، بل المضاربة على فروق الأسعار؛ فالبايع يضارب على هبوط السعر في المستقبل، وبالتالي يكسب الفرق، والمشتري يضارب على صعود السعر في المستقبل ليكسب الفرق؛ ولذلك فإنه لا يتم تسليم أو تسلم للصفقة، فإذا انخفض السعر في المستقبل عن سعر التعاقد دفع المشتري الفرق للبايع، والعكس صحيح. والأمر لا يتوقف عند هذا الحد، ولكن تصدر أدوات مالية بهذه العقود، ويتم تداولها، أي بيعها، للغير فهو في حقيقة الأمر لا يبيع السهم أو السند أو السلعة، وإنما يبيع توقع ارتفاع أو انخفاض الأسعار لها. وما حدث في الأزمة أن تتم عقود مستقبلية على سندات التمويل العقاري، وعلى أسهم البنوك المقرضة وشركات التمويل العقاري والشركات العقارية على أمل ارتفاع أسعارها، وحينما بدأت الأزمة وتم فقد الثقة في السوق المالية سارع الجميع إلى تصفية مراكزهم المالية فانهارت هذه الأدوات المستعملة.

#### عقود الخيارات:

أثارها على الأزمة تتمثل في أن من اشترى أداة مالية تعطيه حق الخيار في الشراء أو البيع تخلص منها بسرعة في بداية الأزمة، وبالتالي تقلص التعامل بهذه الأداة وفقدت السوق المالية عدة نقاط من مؤشراتهما.

وأثر المشتقات على الأزمة يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظراً لانتهاء أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات، وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة لتكالب الجميع على تصفية مراكزهم، فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الأسواق، ومن عجب أن من أهم أهداف هذه المشتقات هو مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث، وأظهرت الأزمة عجزها حتى عن حماية نفسها في هذا الصدد يؤكده الخبراء الاقتصاديون أن السبب الأكبر في تفاقم أزمة الدين 0 هو وجود المشتقات 0 derivatives نشاط المشتقات بدأ بتجارة العقود المستقبلية والخيارات ومؤشرات البورصات. التي تعتمد بدورها على الأصول الحقيقية.

وكذلك تشمل المشتقات تجارة السندات (القروض التجارية) وأسعار الفائدة وأسعار الصرف.. ومبادلة العملات.. ومؤشرات أسعار السلع ومؤشرات قياس أسعار المعيشة CPI أو مؤشرات التضخم أو حتى مؤشرات الطقس. ويتم كل ذلك بواسطة نماذج حسابية mathematical Models حلت محل التقدير المصرفي السليم.. حتى أن مجلة New Scientist ذات السمعة الممتازة كتبت "أن المصرفيين هزمتهم نماذجهم الحسابية" وحققة الأمر أن عقود المشتقات ترتبط ارتباطاً واهياً وعلى بعد خطوتين Two steps back بالأصول. فهي عقود تبيع تقديرات مستقبلية لما قد يحدث لعقود الأصول ولا تبيع أصول ذاتها. ومن ميزات المشتقات بالنسبة للمتاجرين فيها أن حجم التعامل فيها كبير جداً وأن سوقها يحده حجم الطلب عليها وليس حجم عرض معين لسلع محددة ولهذا أصبحت منفذاً جيداً "للجشعين". أما أخطر ما فيها أن المسئول الأخير الذي يدفع أصل الدين أو الالتزام عنها غير واضح (The final obligor) ولهذا تقوم معاملات المشتقات على فرضية أنها تنمو باستمرار لأن أحداً لا يطالب بها فهي كما سماها معلق اقتصادي كبير كلعبة شركات توظيف الأموال.. "فما لهما هناك أغبياء جدد فان القدامى سيظلوا يصرفوا أرباحاً وهمية". المشكلة أساساً فيما يتعلق بالدين العالمي الذي ناءت به الأسواق المالية هي أن حجم الالتزامات التي خلقتها المشتقات غير معروف على وجه التحديد خاصة وأن البنوك تخفيها خارج ميزانياتها.. فقد تراوحت تقديراتها بين 67 ترليون "وليس مليار" دولار (تقدير ال CIA عام 2007) إلى 500 ترليون عند بعض مؤسسات البحث العالمية (تزايدت من 100 ترليون عام 2000 إلى 500 ترليون عام 2007).

لقد حولت هذه المشتقات الأسواق المالية إلى مخلوق أكبر من حجمه ولا تسندها موارد مالية حقيقية فصارت المشتقات ككرة الثلج تزداد حجماً وهي تتدحرج. (الأزمة المالية نت 6)

أي ان التوسع في استخدام الهندسة المالية وأدواتها كان وراء الأزمة

5- الإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد، كان سبباً في أزمة في بعض البنوك. (السماعي نت 7). يبلغ حجم سوق بطاقات الائتمان حول العالم أكثر من 900 مليار دولار تقتطع دول الخليج وحدها

قراءة الستين مليار دولار تقريبا من هذا السوق، وهذا السوق لم يفتح ملفه بعد في الولايات المتحدة حيث من المتوقع أن تنشأ فضيحة أخرى بعد فضيحة الرهن العقاري في أميركا. خبراء اقتصاديون يتوقعون كارثة مالية أخرى في أميركا مصدرها البطاقات الائتمانية حيث يتوقع الخبراء الاقتصاديون بأن يتسبب إلغاء الاتفاقات الخاصة بالبطاقات الائتمانية بين البنوك في إحداث كارثة مالية أخرى من الحجم الثقيل في الولايات المتحدة.

وذكرت صحيفة «برلينر تسايتونج» استناداً إلى خبراء في أسواق المال أن هناك تقديرات بأن يصل حجم القروض الائتمانية المدومة إلى نحو ١٠٠ مليار دولار في ظل ما يتهدد الاقتصاد العالمي من كساد. وأضافت الصحيفة أن قروض البطاقات الائتمانية لم تكن تسبب مشكلة للاقتصاد الأمريكي في حالة ازدهاره، ولكنها ستسبب في خسارة كبيرة للبنوك في ظل الظروف الراهنة لا تقل عن الخسائر الفادحة التي أسفرت عنها أزمة القروض العقاري 0 معدل عدد البطاقات الائتمانية لكل مواطن أمريكي يبلغ 17 بطاقة وأن حجم تداولها 9 تريليون دولار0

إن عمليات البيع والشراء بالبطاقات الائتمانية في الولايات المتحدة تتم بطريقة أشبه بالخيال حيث يستطيع المواطن الأمريكي أن يشتري كل ما يريد دون أن يملك نقودا بل لا يحتاج أبداً للنقود ولا يكلف نفسه بحمل دولار واحد حتى عند تزويد سيارته بالنقود يتم ذلك عن طريق البطاقات الائتمانية ولهذا حدثت فجوة كبيرة في هذا السوق بسبب أن ما يتم تداوله مجرد أرقام على جهاز الحاسب الآلي مما زاد من عمليات البيع والشراء دون الالتفات إلى أن كان العميل يملك نقودا حقيقية.

أن خسائر مجموعة سيتي غروب - وهي من أكبر البنوك المصدرة لبطاقات الائتمان في أميركا - في النصف الأول من العام الجاري بلغت أكثر من مليارين ونصف مليار دولار بالإضافة إلى أن وحدة الأوراق المالية والعمليات المصرفية في البنك شطبت أصولاً ضخمة بلغت 7.2 مليارات دولار بسبب أزمة الرهن العقاري في أميركا. (النت4)

6- الاختلال في ميزانية المصارف أي الاختلال في قيمة الموجودات مقابل الالتزامات. من المعروف أن ميزانية أي بنك تتكون من طرفين أو جانبين هما طرف الأصول والالتزامات، أي مصادر الأموال واستخداماتها، وإذا ما علمنا أن مصادر الأموال تتكون من مصدرين رئيسيين هما، مصدر داخلي متمثل برأس المال (حصة المساهمين) ومصدر خارجي متمثل بالودائع بمختلف أنواعها، حيث تعمل البنوك على استقطاب الودائع من العملاء مقابل فوائد منخفضة عادة، وتقوم بتوظيفها من خلال الاستثمار أو إعادة إقرانها للعملاء الباحثين عن الأموال مقابل فوائد مرتفعة وهذا المصدر يشكل أكثر من 90% من توظيفات البنوك للأموال المودعة لديها.

وإذا ما أخذنا بعين الاعتبار أن الإفلاس هو الموقف الذي تعجز فيه المؤسسة عن مواجهة التزاماتها طويلة

وقصيرة الأجل حيث تكون موجوداتها (الأصول) أقل من قيمة التزاماتها (الودائع) من هنا نلاحظ ان جميع المؤسسات التي أعلنت إفلاسها كانت قيمة موجوداتها ( القروض والاستثمارات ) أقل من قيمة التزاماتها بكثير ( الودائع ) إن هذا الأمر أدى إلى هبوط القيمة السوقية لاسهم تلك الشركات مما أدى إلى موجة حادة من الهبوط في مؤشرات جميع الأسواق المالية العالمية ومنها العربية نتيجة لاندفاع المدخرين لسحب ما تبقى من مدخراتهم وكذلك هروب المستثمرين للتخلص من الاسهم الخاسرة من باب انقاذ ما يمكن إنقاذه.

7- عدم تزامن تواريخ استلام اقساط القروض المرهونة وفوائدها مع مواعيد استحقاق السندات المورقة بضمان القروض وفوائدها مما جعل المؤسسات المالية المقرضة عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة الاسهم المصدرة بضمان القروض فاعلنت المؤسسات المالية افلاسها وانخفضت قيمة السندات وحصلت الازمة.

#### 8- المعاملات الوهمية وارتفاع معدل الفائدة وسوء سلوكيات الوساطة المالية 0

ان انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي مثل : الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتيال والمعاملات الوهمية يعد احد الاسباب الرئيسية وراء الازمة. حيث يقوم النظام المالي والمصرفي التقليدي على نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع، كما كان المرابون يقولون في الجاهلية: ((أتقضي أم تُرْبِي))، من الأسباب كذلك سوء سلوكيات مؤسسات الوساطة المالية والتي تقوم على إغراء الراغبين في القروض والتدليس عليهم وإغرائهم، والجهالة بالحصول على القروض من المؤسسات المالية 0 (النت 3)

كذلك يقوم النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية التي تعتمد اعتماداً أساسياً على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، فهي عينها المقامرات والمراهنات التي تقوم على الحظ والقدر، والأدهى والأمر أن معظمها يقوم على ائتمانات من البنوك في شكل قروض، وعندما تأتي الرياح بما لا تشتهي السفن ينهار كل شيء، وتحدث الأزمة المالية.

9- انشغال الادارة الامريكية بالسياسات الخارجية و الهيمنة العدوانية و اهمالها للوضع الداخلي . وتوظيف الموارد الاقتصادية الامريكية بما يخدم سياساتها و هيمنتها الخارجية وذلك على حساب اهمال المراقبة و المتابعة لأحوال الأوضاع الداخلية المالية والاقتصادية .

10- أن معظم الحالات التي تم دراستها للتحري عن أسباب الفشل المالي والافلاس أظهرت أن هناك اجماعاً بين الدارسين بأن عدم كفاءة الادارة هو السبب الرئيسي وراء الفشل وبالتالي الإفلاس وفي دراسة لاحدى المؤسسات عن مسببات الفشل والأهمية النسبية لكل من هذه المسببات في فشل المؤسسات كان سبب عدم كفاءة الادارة يحتل المرتبة الاولى وبنسبة 93.1٪ يليه الاهمال وبنسبة 2٪ يليه التزوير وبنسبة 1.5٪ يليه الكوارث وبنسبة 0.9٪ أما الأسباب الأخرى مجتمعة فكانت تشكل 2.5٪ من أسباب فشل تلك

الشركات.

مما سبق يتبين لنا أن السبب الرئيسي لإعلان إفلاس تلك البنوك كان عدم كفاءة الإدارة والمتمثل بمنح قروض بدون ضمانات أو مقابل ضمانات غير كافية، وهذا سببه الرئيسي هو تركيزه على السياسة الخارجية وخصوصاً الجانب العسكري منها مقابل إهمال السياسة الداخلية وخصوصاً الجانب الاقتصادي منها. فعلا إن القروض العقارية العالية المخاطر من الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة، غير أن السبب الرئيسي هو حجم الخسائر التي سببتها الحرب الأمريكية على أفغانستان والعراق، حيث أن مصاريف الحرب تكفي لأن توفر مساكن بالمجان للمواطنين الأمريكيين.

11- نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة. حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية لرقابة دقيقة أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية.

12- الانقسام بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي - أن الأزمة الحقيقية هي في تضخم الاقتصاد المالي، وأن هناك انفصاما بينه وبين الاقتصاد الحقيقي 0 يعيش النظام الراسمالي انفصاماً واضحاً بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي ذلك لأن الاقتصاد في حقيقته هو النشاط الذي يدور حول توفير السلع والخدمات لإشباع الحاجات الإنسانية من خلال وظائف اقتصادية مثل الإنتاج، والتوزيع، والاستهلاك، ولكن هذا يتطلب التبادل؛ ، والتبادل يحتاج إلى تمويل ومن هنا وجد الاقتصاد المالي لخدمة الاقتصاد الحقيقي. ولكن السوق المالية انفصلت عن السوق الحقيقية، وأصبح التعامل في النقود والتمويل ذاته يتم بيعاً وشراءً من خلال المداينات والإئتمان، وترتب على ذلك أن أصبح حجم التمويل المتاح من خلال الإئتمان أضعاف قيمة الاقتصاد الحقيقي؛ مما أدى إلى خلل في التوازن بينهما. وفي السياق هناك مفارقة واضحة. فكثيراً ما نسمع عن نمو في أحد الأسواق المالية العالمية يصل إلى أكثر من 15٪، في حين أن معدلات نمو اقتصاد البلد نفسه لا يتجاوز 5-6٪، وهنا المفارقة فكيف يسير الاقتصاد الحقيقي مع الاقتصاد المالي واقتصاد البورصات العالمية، وهذا يعني أن هناك مضاربة أو مشتقات مالية غير صحيحة، أي عدم مواءمة بين الاقتصاد الحقيقي واقتصاد البورصات، وهذا ما أدى إلى حدوث الأزمة المالية العالمية. ولما كان الاقتصاد المالي أصبح لا يستند إلى قاعدة من الأصول، وإنما إلى أهرامات من الديون التي ركبت بعضها فوق بعض في توازن هش، ومن أجل المزيد من كسب العوائد في صورة فوائد وفروق أسعار، لذا فإن وجود خلل في إحدى حلقات الديون المركبة كما حدث في توقف المقترضين في سوق التمويل العقاري عن سداد القروض انهار البناء المالي بكامله وحدثت الأزمة.

13- المضاربات قصيرة الأجل.. المضاربات قصيرة الأجل من الأساليب التي أشعلت نيران الأزمة وهي تقوم على توقعات المضاربين بتغير الأسعار في الفترات القصيرة لكسب فروق الأسعار، وزيادة حجم

التعامل بإتاحة التعامل لمن لا يملك مالا أو أوراقا مالية. الاقتصادي الفرنسي البارز "موريس آليه" يقول: "من الممكن أن تشتري دون أن تدفع، وأن تباع دون أن تحوز" وهذا ما حدث في تلك الأزمة .. أي المضاربات قصيرة الأجل، وهذه المضاربات لها آليات كثيرة منها مثلا البيع على المكشوف والشراء بالهامش، وغيرها، وما يؤكد أن تلك المعاملات ذات صلة وثيقة بهذه الأزمة أن المسئولين أصدروا قرارات بوقف المضاربات قصيرة الأجل لمدة 12 يوماً في أمريكا، ولمدة أربعة شهور في إنجلترا، وعلى الأخص أسلوب البيع على المكشوف؛ وذلك لقناعتهم بإسهامها في إذكاء تلك الأزمة.

### الأزمة الاقتصادية إضافة إلى كونها مالية

لا تقتصر الأزمة في الولايات المتحدة على قيم الأسهم والسندات ومشتقاتها-الاقتصاد المالي- بل تشمل الاقتصاد الحقيقي برمته فهي أزمة اقتصادية بدأت منذ عدة سنوات ولا تزال في طور الاستفحال. أنها ليست حكومية فقط بل تمتد لتشمل الشركات والأفراد. يمكن إبراز معالمها في النقاط التالية:

1- العجز التجاري: منذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل عجز يزداد سنوياً وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار. ويعود السبب الأساس إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك.

2- عجز الميزانية: لا يزال العجز المالي مرتفعاً حيث قدر في ميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي. بلا شك يتعين الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليس بالتوازنات المالية .

للمقارنة: حجم الناتج الإجمالي للعالم الآن حوالي (2008) 67 ترليون دولار.

حجم الناتج القومي الأمريكي 13 ترليون دولار والدين الداخلي الأمريكي 10 ترليون دولار.

في الولايات المتحدة يغلب الطابع العسكري على النفقات العامة والطابع السياسي على الضرائب. لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية. كما أن الضرائب تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدلاً من الحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي.

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

ولا يتوقف ثقل المديونية الأمريكية على الإدارات الحكومية بل يشمل الأفراد والشركات أيضاً. فقد بلغت الديون الفردية 9.2 تريليونات دولار منها ديون عقارية سبقت الإشارة إليها بمبلغ 6.6 تريليونات دولار. أن

هذه الديون العقارية التي ساهمت مساهمة فاعلة في الأزمة المالية الحالية وتشكل أكثر من نصف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي. أما ديون الشركات فاحتل المرتبة الأولى من حيث حجمها البالغ 18.4 تريليون دولار. وبذلك يكون المجموع الكلي 36 تريليون دولار أي ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي. هذه الديون بذاتها أزمة اقتصادية خطيرة.

كما تعاني الولايات المتحدة من مشاكل اقتصادية أخرى في مقدمتها التضخم وحجم البطالة الذي تجاوز التي تشكل 5٪. وحجم البطالة التي تجاوز 4٪ .

لا تقتصر خطورة الأزمات المالية الأمريكية على إفقار الملايين من الأميركيين بل تمتد لتشمل التأثير السلبي على الوضع الاقتصادي العالمي وقد يصل الأمر إلى الاحتلال العسكري .

أمام هذا الوضع المالي والاقتصادي الأمريكي المتأزم يتعين على العرب أفراداً وشركات وحكومات اتخاذ إجراءات سريعة للحفاظ على مصالحهم الحيوية في مقدمتها سحب استثماراتهم من الولايات المتحدة .

### آثار الأزمة على الاقتصاد الأمريكي والعالمي

بين أول سنة 2008 وأكتوبر/ تشرين الأول من العام نفسه ، انخفض مجموع قيمة الأسهم الأمريكية من عشرين تريليون دولار إلى اثني عشر تريليونا ، أي خسر مالكو الأسهم 40٪ من ثروتهم ، وسندات جنرال موتورز تُباع بأقل من 40٪ من قيمتها الاسمية ومجموعة سيتي جروب أحد أكبر المؤسسات المصرفية في العالم انخفضت أسهمها بما يزيد عن 60 ٪ خلال نوفمبر 2008 نتيجة للآزمة المالية وقاربت الخسارة في دول العالم الأخرى نفس المعدل تقريبا فالسهم اليوم في السوق السعودي على سبيل المثال يكلف أقل من نصف تكلفته في بداية العام ، وكثير منها يُباع بأقل من قيمة الإصدار. مما يعني أن أسهم العوائد وأسهم الشركات الناجحة الأخرى أصبحت مغرية للمقامرين لان الأزمة لم تنته بعد. بدأت البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة وقد طال التراجع البورصات الرئيسية الأجنبية والعربية ، وفقدت الأسهم المتداولة 60 ٪ من قيمتها في سبتمبر 2008 .

وقد ألحقت الأزمة خسائر بالمؤسسات المالية العالمية بلغت 2.8 تريليون دولار وذلك وفقا لتقديرات بنك إنجلترا المركزي ،

في سبتمبر/ أيلول 2008 كانت الأزمة قد انتقلت بكل عنفوانها خارج الولايات المتحدة ، وبدأت تنتشر نفس الظواهر التي ظهرت بالاقتصاد الأمريكي في أوروبا واليابان وبقية دول العالم ، بمقدار الترابط في حلقات الاقتصاد العالمي

فهنالك العجز السنوي في الموازنة الحكومية الأمريكية الذي بلغ السنة المالية 2007-2008 حوالي 455 مليار دولار ، بدون المبالغ المخصصة لإنقاذ الاقتصاد ، ويتوقع أن يبلغ ضعف ذلك الرقم السنة المالية القادمة . ويشكل تراكم هذه العجزات السنوية الدين العام الأمريكي ، وقد تحطى عتبة عشرة تريليونات دولار مع

نهاية السنة المالية يوم 2008/9/30. ويوم 2008/10/4 تم رفع سقف الدين العام المسموح به إلى 11.3 تريليون دولار. يُشار إلى أن أكثر من 40% بقليل من الدين العام تدين به مؤسسات حكومية أميركية لمؤسسات حكومية أخرى. أما الباقي فيملكه أثرياء الأميركيين والأجانب. الدين العام الأميركي للأجانب يبلغ أكثر من الربع، وتأتي اليابان على رأس قائمة مالكي السندات والأذونات الحكومية الأميركية، تليها الصين الشعبية، ثم بريطانيا. بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية ودخول أغلب كبرى الاقتصادات حول العالم موجة ركود، أدى إلى الإحجام عن طرح اكتتابات سواء جديدة - أولية - أو عمليات زيادة في رؤوس الأموال<sup>0</sup>

وفي هذا الصدد كشف تقرير اقتصادي ان نشاط الاكتتاب تراجع على مستوى دول العالم إلى أكثر من النصف منذ العام 2007، حيث بلغ عدد الاكتتابات خلال الأشهر الاحدى عشر الماضية (2008) بلغت 745 اكتتابا في جميع أنحاء العالم بعائدات وصلت إلى 95.3 مليار دولار بينما شهدت الفترة نفسها من عام 2007 ما يقارب 1790 اكتتابا بلغت عائداتها 256.9 مليار دولار. ونقل تقرير الاكتتابات السنوي الصادر عن شركة "أرنست آند يونج" في دبي أن الاكتتابات الاقليمية بدورها حققت خلال شهري أكتوبر ونوفمبر 2008 نحو 4.22 مليون دولار من ثلاثة اكتتابات مقارنة بالفترة نفسها من العام السابق والتي كانت ستة مليار دولار. (النت 2)

وقد تتضرر الصناديق الخليجية نتيجة انكشافها على المخاطر الخارجية، فمعظمها يملك أصولا في أوروبا وأمريكا الشمالية وقد شهدت الأسواق المالية في الخليج تراجعا كبيرا نتيجة الهلع والخوف الذي أصاب المستثمرين وتوقف المسؤولون في مؤسسة النقد والبنوك عن الإفصاح أو شرح ما يحدث في الأسواق العالمية وتأثيره على الأسواق الخليجية والتزامهم بالصمت المطبق غير المبرر<sup>0</sup>

تعددت التحليلات والتفسيرات بشأن أسباب الأزمة في دول الخليج ومن بين أهم أسباب التراجعات التي ذكرت هو سلوك صغار المستثمرين وما يسمى "بسياسة القطيع"، ومحدودية قاعدة الاكتتاب بسبب محدودية الأسهم ذات العوائد، والارتفاع غير المبرر لاسهم المضاربات، والسيولة النقدية الهائلة نتيجة ارتفاع عوائد النفط والتي وجدت طريقها إلى هذه النوعية من الأسهم، وغيرها. كان ينبغي أن تستغل هذه السيولة في تنشيط السوق الاولي وهو إنشاء الشركات، وهذا يؤكد أن المشكلة ليست مشكلة نقص موارد ولكن حاجة الأسواق إلى تصحيح كبير.

ولعل الأثر الأكثر أهمية حتى الآن هو تأثير الأزمة على أسعار النفط، التي تهاوت خلال أشهر قليلة إلى مستويات لم نشهدها منذ سنوات. وقد انعكس هذا الانخفاض في التقديرات الرسمية التي ظهرت حتى الآن في ميزانيات دول المنطقة لدخلها من البترول خلال السنة القادمة.

الأزمة كما صنفها المحللون بأنها " أزمة سيولة " و " أزمة ثقة " فالسيولة انخفضت بشكل كبير لدى البنوك

والثقة فقدت لذا لجأ المودعون لسحب ودائعهم ولم تستطع البنوك تلبية طلبات السحب الكبيرة والمفاجئة لذا أعلن العديد منها الإفلاس 0 أزمة الثقة تقوم الحكومة بإيجاد حل لها عن طريق ضمان الودائع ضمن حدود معينة فكما ورد في خطة الإنقاذ الأمريكية تضمن ودائع الأفراد من 100 ألف إلى 250 ألف دولار لمنع أي خوف على الودائع البنكية أزمة السيولة ستجد حلاً لها عن طريق ضخ المليارات في الأسواق المالية فبالإضافة إلى التأثير على الأسواق المالية، هناك الأثر السلبي على تقييم موجودات البنوك، وما يتبعه من تخفيض لأرباحها، المالية . ومنها التأثير على قيمة الاستثمارات الحكومية في الخارج والداخل، مما يحد من قدرة الحكومات على الإنفاق. كما أن أثر الأزمة على التصنيف الائتماني يؤثر على قدرتها على الاقتراض، وعلى تكلفة ذلك الإقراض. وقد أدت الأزمة إلى التردد من قبل البنوك المحلية والأجنبية التي أوقفت كثيراً من خطوط الائتمان لتمويل المشاريع الجديدة والقائمة . وبالمثل أدى الركود الاقتصادي إلى تراجع الطلب على السلع والخدمات، مما أدى إلى تخفيض الأسعار العالمية، بما في ذلك المواد الأولية ومواد البناء وجميع السلع التي تعتمد كثيراً على الطاقة . energy intensive ويعني ذلك أن الوقت مناسب لبناء بيت العمر بالمواصفات المناسبة، مستفيدين من تأثير الأزمة التصحيحي على قطاع العقار، سواء في أسعار الأراضي أو مواد البناء .

في ضوء ماتقدم يمكن إيجاز آثار الأزمة المالية على الاقتصاد الأمريكي والعالمي ونتائجها بالاتي :-  
ظهرت بوادر الأزمة في عام 2007 وقد لحقت الأزمة خسائر بالمؤسسات المالية العالمية بلغت 2.8 تريليون دولار وذلك وفقاً لتقديرات بنك إنجلترا المركزي ،

- ❖ أغسطس 2007 : بدأت البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة وقد طال التراجع البورصات الرئيسية الأجنبية والعربية ، وبدأت المصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة وفقدت الأسهم المتداولة 60٪ من قيمتها في سبتمبر 2008 .
- ❖ سبتمبر 2008 : انهيار شركتي فاني ماي وفريدي ماك ، وهنا قام الاحتياطي الفيدرالي بتأميمها وتحمل ديونهما البالغة 5.4 تريليون دولار.
- انهيار بنك ليمان براذرز رابع أكبر بنك استثماري في أمريكا وله دور كبير في مجال التمويل العقاري ، أعقبه انهيار بورصة وول ستريت وتراجع البورصات الأوروبية بشدة .
- ❖ الحكومة الأمريكية تؤمم أكبر مجموعة تأمين في العالم "أمريكان انترناشيونال جروب للتأمين" (AIG) المهتدة بالإفلاس من خلال منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل 80٪ من أسهمها وكانت هذه الشركة تصدر كميات كبيرة من الضمانات المتبادلة في حالة التقصير الائتماني .
- ❖ انهيار بنك واشنطن Washington Mutual وهو من أضخم البنوك الأمريكية المتخصصة في الإقراض العقاري وتم بيعه لمؤسسة Jp Morgan مقابل 1.9 مليار دولار وبذلك يصبح بنك Jp

- Morgan ثاني أكبر بنك في الولايات المتحدة محتلاً بذلك مكانة بنك أوف أمريكا إذ تبلغ قيمة أصوله 2.04 تريليون دولار ولن يسبقه سوى بنك سيتي جروب .
- ❖ انهيار "بنك اندي ماك" الأمريكي والذي كان يستحوذ على أصول بقيمة 32 مليار دولار وودائع تصل إلى 19 مليار دولار وإغلاق ثلاثة بنوك خلال الثلث الاخير من شهر نوفمبر 2008 ، وهم بنك " داوونى سيفنجر اندلون " في نيويورك وبنك BFF تراست في يوموتا ، وبنك " لوجان فيل "
  - ❖ انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في البورصات العالمية بنحو نصف قيمتها لتبلغ أقل من 30 تريليون دولار من أعلى قيمة لها هذا العام
  - ❖ أدى ارتباط المؤسسات المالية الآسيوية بسوق المال الأمريكي إلى امتداد أثر الأزمة إليها وظهر ذلك من خلال هبوط مؤشر البورصة في اليابان وسحب العديد من المستثمرين اليابانيين أموالهم من الولايات المتحدة مما نتج عنه ارتفاع الين مقابل الدولار الأمر الذي انعكس بشكل سلبي على الصادرات اليابانية.
  - ❖ طبقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي فإن معدل نمو الاقتصاد العالمي سينخفض إلى 1٪ خلال 2009 ويصبح معدل النمو صفراً في الولايات المتحدة وأوروبا واليابان ، وينخفض معدل نمو الاقتصاد الصيني من 9.4٪ إلى 7.5٪ .
  - ❖ من المتوقع أن تؤدي الأزمة إلى خفض معدلات التضخم نتيجة الركود العالمي ، وانكماش التجارة الدولية لأول مرة منذ عام 1982 ونسبة 2.1٪ .
  - ❖ شهدت أسواق الصرف العالمية انخفاضاً في سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى .
  - ❖ أدت الأزمة إلى تعرض كبرى شركات السيارات الأمريكية وهم جنرال موتورز و فورد وكرايسلر إلى أزمة مما جعلها تطلب قروضا حكومية عاجلة تصل قيمتها إلى نحو 34 مليار دولار لتفادي خطر الانهيار والإفلاس .
  - ❖ كان للأزمة التي نشأت في سوق العقارات الأمريكية وانتقالها إلى أسواق المال الأوروبية والآسيوية والعربية انعكاسات سلبية على عدد من الأسواق الأخرى غير المالية حيث انخفضت أسواق الذهب عالمياً ، كما شهدت أسواق النفط الخام انخفاضاً ملحوظاً خلال فترة قصيرة إلى أكثر من النصف ، مما ينعكس على الفوائض المالية والأرباح العربية حيث يستحوذ البترول على 75٪ من الصادرات العربية.
  - ❖ كذلك تضررت أسواق المال العربية من الأزمة المالية و انخفض مؤشر البورصة بها ، كذلك تأثرت البنوك العربية بالأزمة نتيجة لاستثماراتها في الخارج ، وعلى سبيل المثال قدرت مصادر مصرفية كويتية حجم الخسائر في بنك الخليج خامس أكبر بنك في الكويت بما يصل إلى 200 مليون دينار.

- ❖ يقدر د. أحمد جويلى الأمين العام لمجلس الوحدة الاقتصادية أن الاقتصاد العربي فقد 2500 مليار دولار نتيجة للآزمة المالية العالمية وان معدل النمو بالاقتصاد سينخفض من 5٪ إلى 3٪.
- 9- انهيار الثقة بين المصارف والمؤسسات المالية من جهة، وبينها وبين العملاء من جهة أخرى. كذلك الحال في سوق البنوك الاستثمارية، إذ لم تعد هناك ثقة بالبنوك الاستثمارية، وتحولت البنوك الاستثمارية إلى بنوك مصرفية تقليدية تعتمد على الودائع، كما انهارت شركات تأمين، وتضررت شركات التقييم المالي أو ال rating agency، وهذا كله يؤدي إلى كساد اقتصادي عالمي كبير.
- 9- وعن أسباب هذه الأزمة؟ وهل هي عابرة سببها اضطراب سوق العقار أو انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي أو انخفاض، ثم ارتفاع أسعار الفائدة أو "مجرد حركة تصحيحية في الأسواق المالية"؟ إذا لاحظنا سلسلة الأحداث المالية التي حدثت في أمريكا وأوروبا من فبراير 2007 حتى الآن ثبت للجميع أن الأزمة المالية الأمريكية - العالمية الجديدة ليست مجرد سحابة صيف عابرة، بل هي مرحلة حتمية لم يتفاجأ المراقبون الماليون والاقتصاديون بها.

### نظام مالي دولي جديد وإدارة مالية مختلفة

إن هذه الأزمة ستؤدي إلى تغيير الطريقة التي تعمل بها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية، إذ لابد من وضع ضوابط أكبر على عمليات الاقراض العقاري، وعلى عمليات بيع القروض بين البنوك كاصول مستثمرة، كما انه لابد من تصحيح هامش الاقراض العقاري مع تغير قيمة العقار في السوق. إن هذه الازمة تمثل درساً قاسياً للأسواق المالية يجب ان تتعلم منه. وهذا ما يتفق عليه أكثر المحللين الذين تناولوا الازمة، إذ يرون ان الأسواق المالية لن تعمل بنفس الشكل مستقبلاً، وانها بحاجة إلى قواعد أكثر تشدداً، خاصة بالنسبة لعمليات إعادة الاقتراض. كما أن الازمة ستؤدي إلى اقامة اطار عام دولي جديد لتنظيم الأسواق المالية حتى لا يكون الاقتصاد العالمي ضحية لمشكلات أمريكية، ويتوقع أن يقوم هذا النظام النقدي الدولي الجديد على دور أوروبي وآسيوي أكبر ودور أمريكي أقل.

ورداً على من يرى ان تدخل الحكومة الأمريكية في الأسواق يناقض أسس النظام الرأسمالي، أن هذا النظام ليس له ايديولوجية حالياً، ويواجه الظروف حسب مقتضيات المصلحة الاقتصادية، وهذا سر قوته واستمراره.

### الأزمات المالية السابقة

هل من أوجه شبه بين الأزمة المالية العالمية الحالية و بين ما حدث في الأسواق الخليجية وما شهدته مناطق مختلفة من العالم من أزمات مالية مثل أزمة جنوب شرق آسيا في عام 1997 وأوروبا عام 2003 وغيرهما؟ إن أزمة جنوب شرق آسيا كانت مختلفة بسبب ما يعرف بعدم تناسب الموارد والاستخدامات في السوق، واتجاه الاموال للسوق العقارية، وغيرها، ومن ثم كانت المشكلات في الجانب العيني من الاقتصاد أكثر منه في الجانب النقدي. أما ما حدث في البورصات العربية فهي أزمة مالية تتعلق بسلوك مستثمرين، ولم

يحدث انهيار في أسعار الشركات وليس له علاقة بمؤشر النمو الاقتصادي في تلك البلدان.

### الجهود المبذولة لتجاوز الأزمة:

تدخلت الحكومات والبنوك المركزية لتخفيف حدة الأزمة العالمية من خلال عدة إجراءات منها :-

❖ أقرت السلطات الأمريكية في أكتوبر خطة إنقاذ بقيمة 700 مليار دولار بهدف شراء الأصول المتعثرة من الشركات المالية ، كذلك أعلنت بعض الدول خططاً منها بريطانيا بقيمة 497 مليار دولار و ألمانيا بقيمة 644 مليار دولار وفرنسا بقيمة 454 مليار دولار ، كذلك فعلت الصين واليابان وإيطاليا وروسيا وباقي دول أوروبا .

❖ تخفيض سعر الفائدة

قام عدد من البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بتخفيض أسعار الفائدة حيث قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة بمقدار نصف في المائة من 2% إلى 1.5% وإلى 1% خلال نوفمبر 2008 ، كما خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة من 4.25% إلى 3.75% ثم إلى 3.25% خلال نوفمبر ، كذلك خفض بنك إنجلترا المركزي سعر الفائدة ليصل إلى 3% مسجلاً أدنى مستوى منذ فترة طويلة واتخذت كل من البنوك المركزية في كندا وسويسرا والسويد والصين نفس الإجراء بتخفيض سعر الفائدة .

### مدى واقعية الحلول المطروحة لحل الأزمة : الازمة المالية الراهنة هي الأخطر منذ 50 عاما

وعلى الأرجح منذ قرن ، حيث أن حل هذه المشكلة ما زال صعبا ان لم يكن مستحيلا. و هذا ما أكده غرينسبن الرئيس اللامع للبنك المركزي الأمريكي طوال 19 عاما (حتى 2006) حيث قال "لا شك في أنني لم أواجه أمراً مماثلاً وهو لم ينته بعد والأزمة ستستغرق مزيدا من الوقت". وان ما تستخدمه الإدارة الأمريكية حالياً من اصدار سندات و ضخ أموال هائلة في السوق متجاهلة مسألة التضخم ما هي إلا معالجة مؤقتة وليس حل للمشكلة وهو ما يعرف "بتحريك السوق" والسؤال الأكثر حرجا هو ما إذا كانت هذه الأموال ستفق في الشكل الذي يؤدي بالفعل إلى معالجة أسس الأزمة لا مجرد إنقاذ مؤسسات مالية تغرق بديونها، فتعود مؤسسات أخرى لتواجه المشكلة نفسها. إن الخزانة الأميركية اقترحت برنامجاً حكومياً تتراوح تكاليفه 700 مليار دولار لشطب الأصول الفاسدة المرتبطة بالقروض العقارية من سجلات الشركات المالية الأميركية.. ستحصل الحكومة بموجبه على رهون عقارية سكنية وتجارية وسندات تدعمها قروض عقارية. ان الحكومة لن تواجه موعداً نهائياً للتخلص من هذه الأصول التي ستحصل عليها بموجب الخطة. ان أي أصول يتم التخلص منها سيكون من المتعين ان تكون مدونة في سجلات اي مؤسسة مالية مشاركة في 15 سبتمبر/ايلول 2008. في هذا الصدد يشير الاقتصاديون إلى أن هناك بعض التصرفات الهادفة لحل الازمة تخالف المنطق. فضخ الأموال حتى وإن كان سيسهم في حل الأزمة - مؤقتاً - فإنه يعتبر مكافأة للمتسببين في

الأزمة بالإهمال وسوء الإدارة لأموال المودعين، ويحمل دافعو الضرائب فاتورة ذلك، كما إن الحكومة سوف تدبر هذا المبلغ من خلال الاستدانة بموجب سندات حكومية تزيد من الدين العام، وعلى حساب الأعباء للأجيال القادمة وتزيد من حجم الأوراق المالية في السوق المالي المذهار هو الآخر لعدم وجود تعاملات، ومن جهة ثانية لو وفرت هذا المبلغ من خلال طبع النقود فإنها ستزيد من التضخم.

### التكاليف الحقيقية لجهود الإنقاذ المالي الأمريكية

وطبقاً لتقرير نشرته صحيفة وول ستريت جورنال فإن ردة الفعل الأولية للمشرعين الأمريكيين إزاء طلب وزارة الخزانة بإفناق 700 مليار دولار كانت تتسم بشيء من الصدمة. فمثل هذا المبلغ يعادل نحو ربع الإنفاق السنوي للحكومة الأمريكية، وهو أكبر بكثير من الميزانية السنوية لوزارة الدفاع الأمريكية، ويزيد عما تدفعه الولايات المتحدة في كل عام على إعانات الضمان الإجتماعي مثلما يزيد عن نصف تكاليف الرعاية الصحية والإسعاف الطبي والتي تتحملها الحكومة الفدرالية.

• وما هي تكلفة كل تلك الجهود على دافعي الضرائب الأمريكيين؟

وفي كل حالة من حالات الدعم المعلنه والمقترحة، كان المسؤولون الحكوميون الأمريكيون يعتقدون بأن النظام المالي القومي، بما في ذلك البنوك التي يودع فيها الأمريكيون أموالهم ومؤسسات وول ستريت التي تدير الأسواق، تواجه خطر الانهيار. ومثل هذا الانهيار سيجعل من الصعب جداً على المستهلكين وأوساط الأعمال اقتراض الأموال من أجل القيام بعمليات الشراء العادية، الأمر الذي يمكن أن يوجه ضربة قوية إلى الاقتصاد الأمريكي الذي تبلغ قيمته 14 ترليون دولار. تنقل الصحيفة عن بين بيرناركي، رئيس مجلس الاحتياطي الفدرالي (البنك المركزي الأمريكي) وأستاذ الاقتصاد السابق، قوله أمام المشرعين الأمريكيين إن دعم أسواق المال والاقتصاد "شيء يخص وول ستريت ولا ينطوي على أي أهمية أو معنى بالنسبة للناس العاديين، إلا أنه يرتبط بشكل مباشر بمعيشتهم. ففي حالة عطل نظام الائتمان، فإن المؤسسات لن يكون بمقدورها تمويل أنفسها، ولن يكون باستطاعة الناس الاقتراض من أجل شراء السيارات أو إرسال أولادهم إلى الجامعات أو شراء مساكن لهم". تقول وول ستريت جورنال إن هناك نقطة أساسية في خطة الإنقاذ تتمثل في حقيقة أن مبلغ الـ 700 مليار دولار سيأتي من بيع ديون إلى العامة مما يرفع من حجم الديون الفدرالية التي تقترب قيمتها الآن من 10 ترليونات دولار. غير أن الأمر ليس عبارة عن إنفاق حكومي مباشر يظهر باعتباره جزءاً من الموازنة الأمريكية. ولكن في حالة خسارة الديون العقارية لقيمتها مع مرور الوقت فإنه يتعين على الولايات المتحدة أن تسجل تلك الخسائر باعتبارها إنفاقاً. من شأن ذلك أن يقام من عجز الموازنة وهو عجز يتعين في نهاية المطاف رده عن طريق رفع الضرائب على الأمريكيين أو خفض الإنفاق. يقول ستيفينز إن عوامل مثل سيادة الحكمة بعد الكارثة، ومساعد المصارف المركزية، وجهود الجهات المنظمة للأسواق تؤكد جميعها منذ الآن على الحاجة إلى قواعد أكثر تشدداً وإلى إشراف أكثر قرباً وإلى عدم التهور. وقد يتساءل البعض منا بالقول لماذا استغرق الأمر كل هذا الوقت حتى يدرك حراس النظام الحاجة إلى

الخروج من حالة التساهل والهبوان. ومما لا شك به أن المسؤولين قد يجيبون بالقول إن الوقت الحالي ليس مناسباً لتوجيه أصابع اللوم والاتهام وإن أولئك الذين ترأسوا تلك الفوضى يتعين الوثوق بهم لإنقاذ النظام المالي العالمي من أخطائهم السابقة. من جهة أخرى، سيتم النظر إلى المنتجات المالية المعقدة - التي بدت في السابق وكأنها تمثل أساساً جديداً لتعريف الرأسمالية المالية □ على حقيقتها، أي باعتبارها أدوات للخداع بقدر ما هي ابتكارات ذكية. يمضي ستيفنز إلى القول أعتقد بأن السياسيين سيطلبون بقيود أشد على ما يمكن أن يطلق عليه "المتبطلين من المضاربين" الذين يعمدون إلى عمليات البيع القصير للأسهم المصرفية بغية تحقيق الأرباح السريعة والذين يزيدون بعملياتهم هذه الطين بلة. وبالتأكيد فإن هناك من سيقدر بأنه يتعين عدم السماح لشركات التأمين أن تتعامل مع مدخرات التقاعد باعتبارها "فيش" مجانية في كازينو المقامرة المالي.

حقة الهيمنة الأمريكية انتهت كتب الفيلسوف والأستاذ في علم السياسة والاقتصاد جون غري مقالاً تحت عنوان "لحظة الانكسار في سقوط قوة أميركا" يقول فيه إن حقبة الهيمنة الأمريكية قد انتهت. وقال إن الأزمة المالية التي تشهدها الولايات المتحدة ستؤدي بالبلاد إلى السقوط بنفس. الطريقة التي سقط فيها الاتحاد السوفياتي عندما انهار جدار برلين. ومضى يقول إن ما نمر به من غليان في الأسواق العالمية هو أكثر من أزمة مالية، بل هو "تغيير جيوسياسي تاريخي يعاد فيه تشكيل موازين القوى في العالم دون رجعة، ويعلن فيه انتهاء حقبة الهيمنة الأمريكية<sup>0</sup> ثم أنه - يضيف غري - مع تأميم الولايات المتحدة لأجزاء حيوية من نظامها المالي، فإن نظام أميركا الخاص بالأسواق الحرة يدمر نفسه بنفسه في حين تبقى الدول التي احتفظت بسيطرتها على الأسواق، في أمان. ولدى حديثه عن تداعيات عمليات الإنقاذ من قبل دول أجنبية، حذر الكاتب من أن تلك الدول التي احتقرت النظام الرأسمالي الأميركي هي التي ستعيد تشكيل المستقبل الاقتصادي لأميركا. وعزا الكاتب الوضع الخطير الذي يشهده النظام المالي الخطير في أميركا إلى المصارف الأمريكية التي تعمل في بيئة من الخصام المستمر الذي خلقه المشرعون الأميركيون أنفسهم. فالطبقة السياسية الأمريكية هي التي تتحمل وزر هذه الفوضى الراهنة بسبب ما تبنته من أيديولوجية تحرير التجارة من القوانين والأنظمة. وفي الختام تكهن الكاتب بأن تستمر الولايات باعتبارها الأقوى اقتصادياً في العالم، لفترة أطول، ولكن القوى الجديدة البارزة هي التي ستتغذى - بمجرد الانتهاء من الأزمة - على ما تبقى سالماً من الدمار الذي لحق بالنظام المالي الأميركي، وستكون أميركا مجرد قوة - في عالم جديد يضم عدة قوى - لا تستطيع تشكيل مستقبلها.

## النتائج

### أولاً: معالم الأزمة

1- بداية الأزمة هي نتيجة التوسع الهائل في منح القروض العقارية في السوق الأمريكي بدون ضمانات كافية متجاهلة بذلك قاعدة الحذر وتقييم المخاطر. واعتمدت المصارف هذا النهج في ظرف اتسم بنمو غير مسبوق لقطاع العقار وانخفاض هام لنسب الفوائد المعمول بها وتوفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1٪ في عام 2003م الأمر الذي أدى بأعداد كبير من الأمريكيين إلى حد القناعة أن الفرصة جدا مواتية لشراء مسكن. ومنذ عام 2001 زاد حجم القروض من الدرجة الثانية (القروض الممنوحة بضمانات قروض أو القروض الثانوية) حتى بلغت القروض عالية المخاطر في السوق الأمريكية نحو 1.3 تريليون دولار وذلك في مارس 2007

سارت الامور لسنوات على هذا النحو لكن مع تراجع النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة وزيادة البطالة ومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية تراجعت أسعار العقارات من جهة، وتوقف مقترضون عن سداد ديونهم للبنوك وأصبحت هناك قروض عقارية بمئات المليارات يعجز من حصولها عليها على تسديدها. والنتيجة، أن فقاعة القروض العقارية قد انفجرت.

2- ولترابط عدد كبير من المؤسسات المالية خاصة الأوروبية والأسيوية بسوق المال الأمريكي طالت الأزمة البنوك وشركات القروض العقارية وشركات الاستثمار والأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم وشهدت جميع البورصات العالمية والعربية في منتصف سبتمبر 2008 تراجع مؤشراتهما متأثرة بأزمة الرهن العقاري في أمريكا، وفقدت الأسهم المتداولة 60٪ من قيمتها في سبتمبر 2008. وتقدر حجم خسائر البورصات العالمية بنحو 2.5 تريليون دولار ومن المتوقع زيادتها في ظل استمرار الأزمة. أن الاقتصاد العربي فقد 2500 مليار دولار نتيجة للأزمة المالية العالمية وان معدل النمو بالاقتصاد سينخفض من 5٪ إلى 3٪.

3- بين أول سنة 2008 وأكتوبر/ تشرين الأول من نفس العام، انخفض مجموع قيمة الأسهم الأمريكية من عشرين تريليون دولار إلى اثني عشر تريليونا، أي خسر مالكو الأسهم 40٪ من ثرواتهم، وسندات جنرال موتورز تُباع بأقل من 40٪ من قيمتها الاسمية و(مجموعة سيتي جروب أحد أكبر المؤسسات المصرفية في العالم انخفضت أسهمها بما يزيد عن 60٪ خلال نوفمبر 2008 وقاربت الخسارة في دول العالم الأخرى نفس المعدل تقريبا فالسهم اليوم في السوق السعودي على سبيل المثال يكلف أقل من نصف تكلفته في بداية العام، وكثير منها يُباع بأقل من قيمة الإصدار.

4- تراجع نشاط الاكتتاب على مستوى دول العالم إلى أكثر من النصف منذ العام 2007، حيث بلغ عدد الاكتتابات خلال الأشهر الاحدى عشر الماضية (2008) بلغت 745 اكتتابا في جميع أنحاء العالم بعائدات وصلت إلى 95.3 مليار دولار بينما شهدت الفترة نفسها من عام 2007 ما يقارب 11790 اكتتابا بلغت عائداتها 256.9 مليار دولار.

5- انهيار الثقة بين المصارف والمؤسسات المالية من جهة، وبينها وبين العملاء من جهة أخرى، وتحولت البنوك الاستثمارية إلى بنوك مصرفية تقليدية تعتمد على الودائع، كما انهارت شركات تأمين، وتضررت شركات التمويل المالي وهذا كله يؤدي إلى كساد اقتصادي عالمي كبير.

### ثانياً: الأسباب الرئيسية للأزمة

1- اتوسع في استخدام اليات الهندسة المالية التي لعبت دورا اساسيا في خلق الازمة المالية الحالية من خلال أدواتها المالية مثل التوريق والمشتقات<sup>0</sup> حيث تم ابتكار أدوات مالية جديدة تتلائم مع الحاجات والظروف المستجدة للمنشأة (مثل تقديم انواع مبتكرة من الأسهم والسندات الصادرة عن القروض العقارية والسندات منخفضة الجودة والمشتقات بأنواعها وعقود المبادلة التي تغطي احتياجات منشأة الأعمال كذلك ابتكار عمليات وآليات تمويلية جديدة. من شأنها تخفيض تكاليف المعاملات مثل التسجيل على الرف وابتكار فكرة سمسار الخصم والمتاجرة بالحزمة والشراء الهامشي والتداول الالكتروني للأوراق المالية.

2- توريق الديون: اي قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية (سندات) تحصل بها على قروض جديدة. وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك او مؤسسات مالية اخرى بتحويل جانب منها إلى اوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وهكذا. والنتيجة ان يكون هناك بناء مالي من عدة طوابق يمكن ان ينهار اذا انهار اي طابق منه.

3- ظهور المشتقات: يقوم النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية التي تعتمد اعتمادا أساسيا على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات.

يؤكد الخبراء الاقتصاديون ان السبب الأكبر في تفاقم أزمة الدين هو وجود المشتقات، ومن عجب الأمور أن من أهم أهداف هذه المشتقات هو مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث، وأظهرت الأزمة عجزها حتى عن حماية نفسها

4- الإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد، كان سببا في أزمة في بعض البنوك. العقاري. معدل عدد البطاقات الائتمانية لكل مواطن أميركي يبلغ 17 بطاقة وأن حجم تداولها 9 تريليون دولار خبراء اقتصاديون يتوقعون كارثة مالية أخرى في أمريكا مصدرها البطاقات الائتمانية

5- الاختلال في ميزانية المصارف أي الاختلال في قيمة الموجودات مقابل الالتزامات نتيجة شطب ديون القروض.

6- عدم تزامن تواريخ استلام اقساط القروض المرهونة وفوائدها مع مواعيد استحقاق السندات المورقة بضمان القروض وفوائدها مما جعل المؤسسات المالية المقرضة عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة الاسهم المصدرة بضمان القروض فاعلنت المؤسسات المالية افلاسها وانخفضت قيمة السندات وحصلت الازمة.

7- المعاملات الوهمية وسوء سلوكيات الوساطة المالية.

8- انشغال الإدارة الأمريكية بالسياسات الخارجية والهيمنة العدوانية وإهمالها للوضع الداخلي المالي والاقتصادي.

9- الانفصام بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي - أن الأزمة الحقيقية هي في تضخم الاقتصاد المالي، وأن هناك انفصاماً بينه وبين الاقتصاد الحقيقي.

ان الازمة التي يمر بها العالم تتطلب نظاماً مالياً دولياً جديداً وادارة مالية مختلفة وأن الأسواق المالية لن تعمل بنفس الشكل مستقبلا إن هذه الازمة ستؤدي إلى تغيير الطريقة التي تعمل بها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية والعالمية.

أما بخصوص الحلول المطروحة فيؤكد الخبراء أن ما تستخدمه الإدارة الأمريكية حاليا من إصدار سندات و ضخ أموال هائلة في السوق متجاهلة مسألة التضخم ما هي الامعالجة مؤقتة وليس حل للمشكلة وهو ما يعرف "بتحريك السوق" والسؤال الأكثر حرجا هو ما إذا كانت هذه الأموال ستنفق في الشكل الذي يؤدي بالفعل إلى معالجة أسس الأزمة لا مجرد إنقاذ مؤسسات مالية تغرق بديونها، فتعود مؤسسات أخرى لتواجه المشكلة نفسها.

## المراجع :

- 1-سلام عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية، أبو ظبي 2002
- 2-هندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف الإسكندرية 1997
- 3-هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، دار المعرفة الإسكندرية
- 4\_Finnerty,J.Finnerty Engineering in corporate finance: An Overview. Financial Management,17 (Winter1988) ,14-33
- 5\_Grossman, S. An Analysis of the Implications for Stock and Future Price Volatility of Program Tradingand Dynamic Hedging Straregies. Journal of Business ,61(july 1988a),275-298.
- 6\_Francis,J.Investment Analysis and Mangement (4<sup>th</sup>ed) N.Y.:McGraw Hill, 1992

## مواقع النت :

- 1- لأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاد العالمي  
<http://www.idbe-egypt.com/doc/the%20finaancial%20crisi.doc>
  - 2- زايدى عبد السلام ، الهندسة المالية (financial engineering)؛ مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية  
<http://www.ulum.nl/d94.html>
  - 3- د.نورة عبد الرحمن اليوسف ، أسباب الأزمة المالية العالمية المستقبلية أميرة سيد عبد الرحمن خليل ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على خطط المتدرب  
[http://pathways.cu.edu.eg/news/news/uf/25182\\_5756-winter-2009-report.doc.doc](http://pathways.cu.edu.eg/news/news/uf/25182_5756-winter-2009-report.doc.doc)
  - 4- د.نورة عبد الرحمن اليوسف ، أسباب الأزمة المالية العالمية  
<http://www.albonook.com/showthread.php?t=314>
  - 5- عبد الرحيم حمدي ، الأزمة المالية العالمية  
<http://pathways.cu.edu.eg/news/news/nDetails.aspx?id=29942&t=2>
- ثامر السماري ، أزمة المال تنتظر سقوطا في سوق بطاقات الائتمان(7)  
<http://www.elaph.com/Web/Economics/2008/10/372951.htm>