

المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر  
لكلية الحقوق – جامعة المنصورة



## الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية

فى الفترة من ١ – ٢ إبريل ٢٠٠٩

بقاعة السنهورى بكلية الحقوق – جامعة المنصورة

بمحت بعنولان

المشتقات المالية و تداعيات الأزمة المالية العالمية

إعراو

د/ مصطفى كامل خليل الحجازي

مدرس الإقتصاد والمالية العامة  
أكاديمية النيل للعلوم – المنصورة

## المقدمة

أثارت الأزمة المالية العالمية التي تفجرت علي نطاق واسع في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا ، وامتدت آثارها إلي الكثير من الأسواق في مختلف دول العالم - خاصة الأسواق الناشئة في الدول النامية - **تساؤلات عديدة** ، لعل من أهمها ما يرتبط بالنواحي الأيديولوجية والفكرية، ومنها ما يدور حول المرجعية الأيديولوجية للأزمة المالية العالمية؟

ليس هذا السؤال مجرد سؤال نظري بل أنه يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالأزمة المالية الراهنة ، لقد كان الصراع الأساسي بين الرأسمالية والشيوعية ، وسرعان ما انشق الشيوعيون وخرج من عباءتهم الاشتراكيون ، كما انقسمت الرأسمالية إلي ثلاثة مدارس أولاً :- المدرسة الكينزية - التي تدعم تدخل الدولة - وثانيهما مدرسة شيكاغو - وتدعم الحرية المطلقة للسوق - وأخيراً المدرسة التنموية - والتي توازن بين القطاعين العام والخاص - ويبقى تساؤل مهم هل كل الأيديولوجيات معرضة للفشل أم قد يفشل بعضها وينجح البعض الآخر ؟

لو تأملنا رحلة أي أيديولوجية منذ ميلادها حتى نهايتها ، نجد أن هناك قاسم مشترك بينهما فلكي تكون الأيديولوجية محكمة الجوانب ومتفردة لا بد لها أن تزعم أنها تمتلك الحقيقة المطلقة ، وهذا هو المأزق التاريخي لأي أيديولوجية .

فقد زعم دعاة الشيوعية أنها نظرية تمتلك الحقيقة المطلقة وأن الرأسمالية علي العكس ستنتهي بسبب نظام الاستغلال الرأسمالي ويتم تشييد المجتمع الاشتراكي . كما زعم دعاة الرأسمالية أنها وليس أي نظرية غيرها القادرة علي قيادة التطور الحضاري والاقتصادي ، وأن الشيوعية لا تمتلك أي مصداقية ، بل أنها نظرية متهافئة ومضادة للطبيعة الإنسانية ونهايتها الفشل .

ويذهب الباحث إلي أن السبب الرئيسي في فشل أي نظرية اقتصادية، مهما بدت مقدماتها صحيحة ونتائجها محكمة يرجع إلي الزعم بامتلاك الحقيقة المطلقة ، لأنه ليس هناك أي أيديولوجية حتى لو كانت علمية أكدتها

التجارب المعملية تمتلك هذه الحقيقة ، فالأيديولوجية التي تحيط نفسها بأسوار متينة من المنهجية حتى تبدو مستعصية علي الاختراق ليست نظرية علمية ، وقد أثبتت التطبيقات ذلك ، فكان فشل الشيوعية وانهيارها بالاتحاد السوفيتي هو هذا الزعم ولم تتجو الرأسمالية المتطرفة والمتوحشة من ذلك بعدما تكررت أزمتها المالية .

وبالتركيز علي الأزمة المالية الراهنة ، فإن هناك إجماع علي أن الأسباب الرئيسية لحدوثها ترجع إلي الممارسات التي سادت في أسواق المال وانعدام الرقابة عليها ، وذلك في إطار سيادة أيديولوجية مدرسة شيكاغو المعتمدة علي الحرية المطلقة للسوق وعدم تدخل الدولة لتنظيمها ، بزعم أن السوق قادر علي تصحيح نفسه بنفسه ، فتم التوسع في الائتمان خاصة العقاري ، وتم ابتكار الأدوات المالية الجديدة أو ما يطلق عليها المشتقات المالية ، لخلق المزيد من فرص منح الائتمان ، وتوسع البنوك في نظام التوريق وتحويل ذلك الائتمان إلي أسهم وسندات تباع في الأسواق العالمية ، وهي سوق قائمة علي المالية الافتراضية بالأساس وترتبط بالمضاربات المستقبلية ، وبالتدقيق في عمق الأزمة المالية العالمية يتضح مدي ضخامة سوق المشتقات المالية وارتفاع قيمته إلي ٤٨٠ تريليون دولار بما يعني أن قيمته تبلغ ١٠ أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي الراهن ، وتصل إلي ٣٥ ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي البالغ ١٤ تريليون دولار ، وهي بذلك تساوي ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة بكافة البورصات الدولية .

### **مشكلة البحث وهدفه :**

تحدد إشكالية هذا البحث في محاولة استكشاف انعكاسات المشتقات المالية ودورها في الأزمة المالية العالمية ، ومعرفة ارتباط الأصولية الرأسمالية بالأزمة المالية العالمية .

يزخر العالم الفكري بنظريات اقتصادية متعددة ، بعضها انتقل من نطاق النظرية إلي مجال التطبيق ، وبعضها الآخر ظل حبيس الأطر النظرية المختلفة ، ولا شك أن الحديث عن الأزمة المالية العالمية وثيق الصلة بطرح

صعود وسقوط الأيديولوجيات الاقتصادية والتساؤل الذي يطرح نفسه هنا ، هل الأزمة المالية العالمية مرتبطة بأيديولوجية معينة ؟

هذا هو السؤال المحوري ، ولكن هناك مجموعة من الأسئلة الأخرى تطرح نفسها بعيداً عن تأثير الاعتبارات الأيديولوجية ، وعلي رأسها ما هي علاقة الأزمة المالية التي يمر بها العالم بطبيعة النظام الرأسمالي ؟ وما هي أسباب هذه الأزمة ؟ ولماذا انفجرت الأزمة الآن ؟ ولماذا أصبحت الأزمة المالية الأمريكية أزمة عالمية ؟ وما هي الآثار المتوقعة للأزمة ؟ وهل من الممكن أن تنتهي هذه الأزمة ؟ وما هي الآليات والحلول ؟

### مناهج البحث :

يستهدف هذا البحث معالجة موضوع يتسم بالدولية والحدثة ، وهو المشتقات المالية وتدايعات الأزمة المالية العالمية ، وعلي ذلك تركز الدراسة علي مناهج بحث محددة علي النحو الآتي :

١. تفرض الدراسة إتباع المنهج الاستنباطي التجريدي ، حيث تتدرج الدراسة من الإجابة عن التساؤل عن ارتباط الأزمة المالية العالمية بالرأسمالية الأصولية ، ومعرفة الأسباب الرئيسية للأزمة ، وكيفية مواجهه دول العالم لها .

٢. كما اعتمدت الدراسة علي المنهج الوصفي والتاريخي وذلك في إطار الأحداث والأزمات المالية السابقة ، ومحاولة استخلاص نتائج واضحة ومحددة ، وإجراء المقارنات بين الأزمات المالية السابقة والأزمة المالية الحالية ، ومعرفة أوجه التشابه والاختلاف ، وآليات وسياسات مواجهه الأزمات المالية السابقة ، وهل تصلح لهذه الأزمة المالية الحالية من عدمه .

### نطاق البحث ومضمونه :

ومن منطلق العرض السابق ، يتم تقسيم البحث إلي أربعة مباحث علي النحو الآتي :-

المبحث الأول : الأزمة المالية العالمية والأيدولوجية الرأسمالية .

أولاً : التعريف بالأزمة المالية العالمية الراهنة .

ثانياً : الأصولية الرأسمالية والأزمة المالية العالمية .

المبحث الثاني : ملامح الأزمة المالية العالمية و أسبابها .

أولاً : ملامح الأزمة المالية العالمية وتطوراتها .

ثانياً : أسباب الأزمة المالية العالمية والاختلافات بينها وبين الأزمات المالية السابقة عليها .

المبحث الثالث : المشتقات المالية ودورها في الأزمة المالية العالمية .

أولاً : التعريف بالمشتقات المالية وأنواعها .

ثانياً : المشتقات المالية وارتباطها بأزمة الرهن العقاري .

المبحث الرابع : آليات مواجهة الأزمة المالية العالمية الراهنة .

أولاً : آليات النموذج الإسلامي .

ثانياً : آليات الأفكار الكينزية .

الخاتمة والنتائج

المراجع

## المبحث الأول

### الأزمة المالية العالمية والأيدولوجية الرأسمالية

قبل الدخول في تفاصيل الأزمة المالية العالمية والأصولية الرأسمالية ، هناك تساؤل يبحث عن إجابة ، ما هية الأزمة المالية العالمية الراهنة ، وما الاختلاف بينها وبين الأزمات المالية السابقة ، ثم نستعرض بعد ذلك الأصولية الرأسمالية كمدخل رئيسي للأزمة المالية العالمية والإجابة على التساؤل المحوري ما هو ارتباط الأصولية الرأسمالية المتطرفة بالأزمة المالية العالمية ؟

إذا ، يتناول هذا المبحث تعريف الأزمة المالية العالمية الراهنة ، كما يتناول دور الأصولية الرأسمالية والأزمة المالية العالمية .

#### أولاً : التعريف بالأزمة المالية العالمية الراهنة .

يقصد بالأزمة المالية حالة اضطراب أو توتر مالي يفضي إلى تعرض المتعاملين في الأسواق المالية بمشكلات سيولة وإعصار ، مما يستدعي تدخل السلطات القوامه لاحتواء تلك الأوضاع ، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل أزمة مديونية أو أزمة عملات أو أزمة مصرفية وتنطوي الأزمة على اضطراب السلطات إلى التخلي عن السياسات المتبعة ، وذلك لتنفيذ برنامج لدعم وإعادة هيكلة الاقتصاد بتمويل من الخزنة العامة ، وتطبيق إجراءات للإصلاح.<sup>(1)</sup>

وعلى الرغم من وجود نقاط تشابه وتقارب فيما بين الأزمات المالية التي شهدها العالم في فترة ما بعد الكساد العظيم ، إلى أزمات وقعت خلال القرن العشرين ، وأخرى وقعت في القرن الحادي والعشرين ، إلا أنها تختلف من حيث درجة الاتساع والشمول ، وكذلك درجة التشابك والتعقيد ،

---

(1) د. جود عبد الخالق ، الأزمة المالية العالمية أزمة نظام لا أزمة سياسات ، السياسة الدولية ، يناير ٢٠٠٩ ، عدد رقم ١٧٥ ، ص ١١ .

والسبب في هذا ناجم عن التفسير الفضفاض لمصطلح الأزمة المالية ، فعندما تحدث أزمة بنكية مصرفية ، ينطبق عليها المصطلح نفسه ، وعندما تشتد حمى المضاربة سواء في البورصات أو في مجال العقارات ، انتهاءً بالعملات حيث تتكون فقاعات سرعان ما تتلاشى وتتهار يطلق على ذلك أيضاً أزمة مالية ، وتتنوع الأسباب التي تؤدي لأزمات مالية ، فقد تكون بوادر الركود ممثلة في ارتفاع البطالة والتضخم مع انخفاض معدلات النمو ، وقد تتجم عن سوء إدارة واستغلال نفوذ القطاع المصرفي والبنوك أو سوء استغلال لمعلومات داخلية ، وبغض النظر عن التشابه والاختلاف فيما بين الأزمات إلا أن هناك خطوط رئيسية تدرج تحت ثلاثة تفسيرات رئيسية :-

### أولاً : أزمة إدارة

يشير البعض إلى أن المتهم بصناعة الأزمة المالية الأخيرة هم مديرو البنوك والمؤسسات المصرفية الذين تمادوا في إفراض المستهلكين في القطاع العقاري بلا حساب ، ووصل بهم الحال إلى طرح صكوك في البورصات والمضاربة عليها ، وتنامي المشتقات المالية في الأسواق والمؤسسات الدولية.<sup>١</sup>

### ثانياً : أزمة سياسية

لقد تطورت أدوات الاستثمار في القطاعات المصرفية والمالية بشكل منفلت ولم تتجح الحكومات في تنظيمه وضبطه ، وذلك لأن الحكومات يسيطر عليها منذ عدة عقود التيار اليميني المحافظ أو النيوليبرالي ، والذي يعتمد على مدرسة شيكاغو التي تناصب تدخل الدولة العداء<sup>٢</sup> .

---

١- د. سامر سليمان ، دور الدولة في الاقتصاد : إعادة نظر ، السياسة الدولية ، يناير ٢٠٠٩ ، عدد رقم ١٧٥ ، ص ١٦٢ .

٢- المرجع السابق ص ١٦٣ .

### ثالثاً : أزمة في الرأسمالية ذاتها

وتكمن مشكلة النظام الرأسمالي برمته ، في أن قدرته على الإنتاج تفوق بكثير قدرته على التوزيع ، هذا الفائض يرجع في جزء كبير منه إلى الملكية الفردية لوسائل الإنتاج أو إلى سوء توزيع ثمار الإنتاج ، ويخلق هذا الفائض حالة من الكساد تدفع المشروعات إلى التوقف والإفلاس ، ويتزامن ذلك مع نقص فرص الاستثمار ، لذلك توسعت بشكل مجنون الاستثمارات المالية والمضاربات لكي تعوض نقص فرص الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي مثل الزراعة والصناعة والنقل ، ومن هنا وقعت الكارثة ، لأن الاستثمار المالي مرتبط بشكل وثيق بالاستثمار الصناعي والزراعي ، هكذا تعددت تفسيرات التعريف بالأزمة كما تعددت الحلول ولكن المشترك في كل هذه الحلول هو أن الدولة وتدخلها بدرجات متفاوتة الكل يطالب به ، إما بتغيير طفيف في سياستها أو بتغيير أكبر أو يطالب بتغيير الدولة برمتها ، وبذلك يتضح أن الأزمة المالية العالمية الراهنة أعادت تدخل الدولة إلى قلب الجدل في السياسة الاقتصادية ، بعد حقبة من تأكيد عدم أهمية دور الدولة ، وسيادة الأيديولوجية اليمينية المتطرفة أو ما يطلق عليها الأصولية الرأسمالية المتطرفة.

### ثانياً : الأصولية الرأسمالية والأزمة المالية العالمية .

أثارت الأزمة المالية العالمية تساؤلات عديدة لا ترتبط فقط بحجم الكارثة وإمكانية تجاوزها والخروج من نفقها المظلم بأقل قدر من الخسائر ، ولكن ترتبط أيضاً بالنواحي الأيديولوجية والفكرية بكل ما تثيره من تساؤلات حول مستقبل الرأسمالية خاصة ، فبعد سقوط الشيوعية ومعها الأيديولوجية الاشتراكية فقد تأكدت سيادة الرأسمالية علي العالم ، ولكن التساؤل الآن يدور حول مدي علاقة الأزمة بطبيعة النظام الرأسمالي ؟

تعددت التفسيرات الاقتصادية بصدد الأزمة المالية العالمية ، وقد طرحت تفسيرات متنوعة اختلفت بحسب نوع الأسئلة المطروحة ومنها : هل الأزمة العالمية مجرد أزمة مالية أم هي أزمة الرأسمالية ذاتها باعتبارها مذهباً اقتصادياً ؟

هذا التساؤل ، تدور حوله إشكالات متعددة من الإجابات التي تتعلق بالنفي أو بالتأكيد ، غير أن محوره الرئيسي كان هو السوق في مواجهة الدولة ، غير أن هذا الجدل لم يتم حسمه بقوة الحجج الفلسفية ، ولكن الذي حسمه هو التاريخ ، فبعد انتهاء الشيوعية وانهيارها كنظرية تم تطبيقها بنموذجها السوفيتي ، فبالتالي يكون التساؤل كيف يواجه الفكر السائد - الرأسمالية - الأزمة المالية الراهنة؟<sup>1</sup>

أن جميع المؤيدين للنظام الرأسمالي علي اختلاف مدارسهم واتجاهاتهم ، يرون أن النظام الرأسمالي يقوم علي أساس اقتصادات السوق ، حيث يلعب الطلب والعرض الدور الأساسي في تحديد الأسعار ، ويلعب جهاز الثمن الدور الأساسي للاستخدام الأمثل للموارد ، ورغم هذا الإتفاق بين المدارس والاتجاهات المؤيدة للنظام الرأسمالي إلا أن هناك اختلاف حول علاقة السوق بالدولة وفي هذا الإطار نجد أن الاختلافات نستطيع أن نجعلها في اتجاهين أساسيين<sup>2</sup> :

**الاتجاه الأول :** يري أن السوق منفردة ، وبدون تدخل الدولة لا يمكن أن تعمل بكفاءة بل يلزم تدخل الدولة لوضع القواعد والنظم التي تضبط حركة السوق وتقوم بمنع الممارسات الاحتكارية ، ويطلق عليها المدرسة الكينية (نسبة إلي الاقتصادي جون مايناركينز) والتي ازدهرت في الولايات المتحدة بعد أزمة الكساد الأعظم في الثلاثينيات والتي حولتها إدارة الرئيس روزفلت إلي واقع عملي تحت مسمي دولة الرفاهة *the wel fare state* وتعطي للدولة دوراً مهماً في قيادة الحياة الاقتصادية من خلال الإنفاق الحكومي والتعليم والصحة ومكافحة البطالة والتضخم وتعتبر جامعة

---

<sup>1</sup> ( السيد يس ، الرأسمالية بين الصدمة والكارثة ، الأهرام اليومي ، ١٦ / ١٠ / ٢٠٠٨ ، ص ١٢

<sup>2</sup> ( د . مصطفى السعيد ، الأزمة المالية والنظام الرأسمالي ، الأهرام اليومي ، ٥ / ١١ / ٢٠٠٨ ، ص ١١

هارفارد والمفكر الاقتصادي جون كينيث جالبريث من أهم حاملي لواء هذه المدرسة<sup>1</sup>.

**الإتجاه الثاني** : يري أن السوق منفردة ، وبدون تدخل الدولة ، من خلال حرية الطلب والعرض وآليات جهاز الثمن ، كفيلة بأن تحقق أفضل النتائج للنشاط الاقتصادي ، وأن تصحح ما قد يحدث من أخطاء أو انحرافات تصحيحاً ذاتياً ، فاليد الخفية للسوق الحرة كفيلة أن تحقق التوازن للنظام الاقتصادي ، ويعد آدم سميث رائد هذه المدرسة حيث رفع شعار: دعه يعمل .. دعه يمر ، وتعرف هذه المدرسة "بمدرسة شيكاغو" ، نسبةً إلي جامعتها فلقد تأسست تحت قيادة "ميلتون فريدمان" والتي تركز علي الحرية المطلقة المخصصة الكاملة لكل الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية بما فيها التعليم والصحة ..... الخ ، وإلغاء جميع أنواع الدعم المقدم من الدولة ، ويرى أن تدخل الدولة يعطل آليات السوق ، وقد استخدم مهارته في علم الرياضيات في إعداد نماذج نظرية معقدة تؤيد نظريته واستحق عنها جائزة نوبل في الإقتصاد .

وكان التحدي أمام أيديولوجية عدم تدخل الدولة ومدرسة شيكاغو بقيادة فريدمان ليس الاشتراكية كعدوهم الحقيقي وإنما مصدر المشكلة فيه تصورهم هو في أفكار جون مانيرد كينز ، التي تبنتها الولايات المتحدة الأمريكية للخروج من أزمة الكساد الكبري في الثلاثينيات من القرن الماضي ، وكان التحدي الأكبر أمامهم يتمثل في محو هذا الفكر وذلك في إطار ضرورة التأثير علي العقول لتبني فكر جامعة شيكاغو ، وكانت النقطة الكبري لهذه المدرسة بعد انهيار الاشتراكية في الاتحاد السوفيتي عام ١٩٩١ وهكذا بسطت هذه المدرسة أفكارها علي العالم .

وهكذا أمام الموجة العاتية لمذهب الليبرالية الجديدة التي كانت قد زحفت زحفاً منذ مطلع الثمانينيات علي أنقاض الفكر الكينزي المؤيد لتدخل الدولة في الميدان الاقتصادي والاجتماعي والتي سادت أوروبا والولايات المتحدة

<sup>1</sup> ( د . محي الدين محمود ، الأزمات العالمية دروس غير مستفادة ، وجهات نظر ، ٢٠٠٨ ، عدد ديسمبر ، ص ١٦ .

تحت عنوان دولة الرفاهية ، وفي ذلك المناخ تقدمت المنظمات الإقتصادية الدولية - صندوق النقد الدولي ، والبنك الدولي ، ومنظمة التجارة العالمية لتضع الشروط علي الدول النامية من أجل الحصول علي القروض والمنح ، مقابل تطبيق ما يسمى برامج التكيف الهيكلي ، وقامت هذه البرامج علي أساس تحقيق التوازنات الأسمية النقدية والمالية علي حساب الإقتصاد الحقيقي وفي هذا الإطار برزت ظاهرتان ، أولهما - توسع العمليات المالية القائمة علي الانتقال السريع والمضاربة - فيما يسمي بالأموال الساخنة - عبر أسواق المال الرسمية وغير الرسمية ، وبالتالي أصبح الفائض الاقتصادي يتم تبديده في أنشطة غير منتجة ، تحت مسمي الرأسمالية المالية الجديدة<sup>1</sup>.

والظاهرة الثانية - والتي هي محور البحث - فهي تنصرف إلي توغل العمليات المالية القائمة علي استثمارات الحوافز المالية من خلال الصناديق السيادية و صناديق التحوض ، وتوغل المشتقات المالية أو الأدوات المالية الجديدة والمسماة أسلحة الدمار الشامل المالية مما أدى إلي انتشار الأزمة المالية حتى شملت ربوع العالم كله بفعل العولمة وارتباط الأسواق المالية العالمية ببعضها ، وهو ما سيتم توضيحه بالمبحث الثاني .

---

<sup>1</sup> ( د . محمود عبد الفضيل ، المنظمات الدولية وفشل النظم الرأسمالية ، المصري اليوم ، ٢٥ / ١٠ / ٢٠٠٨ ، ص ٦ ،

## المبحث الثاني :

### ملاح الأزمة المالية العالمية و أسبابها .

انتقلت الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها حتى وصلت للفرد العادي في أقصى الشمال وأقصى الجنوب ، فلم يعد الاهتمام بها والوقوف على أهم أسبابها ، ومعرفة جوانبها المختلفة وأهم ملامحها أمراً اختيارياً بل لابد منه لذا يتناول هذا المبحث تعدد وتباين أسباب الأزمة المالية الراهنة ، ولكن لابد قبل ذلك من معرفة ملامح الأزمة المالية الراهنة قبل معرفة أسبابها وذلك على النحو الآتي :-

### أولاً : ملامح الأزمة المالية العالمية وتطوراتها .

تعامل البعض مع الأزمة المالية والاقتصادية الأمريكية الراهنة التي تعمقت بشكل استثنائي ومروع ، على أنها صدمة ومفاجأة رغم أن الأمر ليس كذلك ، فمقدمات الأزمة ومبرراتها كانت حاضرة وجلية ، وتتمثل في المؤشرات الدالة على وجود أزمة دورية في طور التشكل وتتجه للاكتمال ، ويسرع من حدوثها ويفاقم من حجمها طبيعة السياسات الاقتصادية لإدارة بوش الجمهورية والتي انعكست نتائجها على مؤشرات أداء الاقتصاد الأمريكي وموازينه الداخلية والخارجية ، وأوجدت اختلالات ما كان لها أن تمر دون أن تنتج أزمة كبرى .<sup>1</sup>

كما أن انفجار أزمة الرهن العقاري في منتصف العام ٢٠٠٧ ، كان كافياً للبرهنة على أن هناك كارثة بدأت فعلياً ومن الضروري مواجهتها حكومياً ومجتمعياً . لكن الإدارة الأمريكية لم تتحرك جدياً لمواجهة الأزمة مبكراً من خلال مساعدة الدولة في تسوية وإعادة جدولة ديون المقترضين المتعثرين الذين اقترضوا من أجل تمويل شراء مساكن ثم فشلوا في سداد

---

1- [www . Le . gov . sy / archive / archive . ar / archive 2006 / news 20 /](http://www.le.gov.sy/archive/archive.ar/archive2006/news20/)

2- [http : // www.america . gov/ st / econ / Arabic / 2008 / septemper](http://www.america.gov/st/econ/Arabic/2008/septemper)

الأقساط ، فقامت شركات الرهن العقاري بانتزاع عقاراتهم وضاعت عليهم الأقساط التي دفعوها وتعرض عشرات الآلاف من هؤلاء المقترضين الصغار لمآسي حقيقية.<sup>1</sup>

وكان من شأن رعاية الدولة الأمريكية لتسوية ديون هؤلاء المتعثرين الصغار إلى تمكنهم من الاستمرار في السداد ، وأن تجبر شركات الرهن العقاري الشرهة على تخفيض سعر الفائدة على قروضها لهم وإسقاط جزء من تلك الفوائد وإعطائهم فترات سماح مناسبة. ومن خلال مثل هذا التدخل الأقل كثيراً في حجمه عما يجرى الآن من تدخلات ، كان من الممكن تأجيل دورة الأزمة المالية وتخفيف حدتها ، وإن كان منعها تماماً أمراً مستحيلاً في ظل نموذج الحرية الاقتصادية المنفلتة والخالية من الضوابط ، وفي ظل الطبيعة غير العادلة للنظام الرأسمالي نفسه.

ولا يمكن تفسير عدم تدخل الإدارة الأمريكية لمساندة المقترضين المتعثرين المنتمين للطبقة الوسطى ، إلا بأنه نوع من التوجه الأيديولوجي والانحياز المطلق للطبقة العليا ولمؤسساتها المالية الشرهة. وهذا الانحياز نفسه هو الذي جعلها تتدخل لمساعدة تلك المؤسسات المالية لمنع انهيارها مستخدمة في ذلك مئات المليارات من الدولارات من أموال دافعي الضرائب كما سنرى لاحقاً.

وتتمثل أهم الملامح التي مرت بها الأزمة المالية منذ بداية عام ٢٠٠٧ في الولايات المتحدة قبل انفجار الأزمة والإعلان عنها مما يؤكد أن الأزمة كانت منذ فترة طويلة فيما يلي :-

- فبراير ٢٠٠٧ : عدم تسديد قروض الرهن العقاري ( الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد ) ، فأصبح يتكثف في الولايات المتحدة ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة

---

<sup>1</sup> ( روبرت جيه سامويلسون نوسويك العربية ، مستقبل الرأسمالية ، ١٤ / ١٠ / ٢٠٠٨ ، ص ٢٥ .

- أغسطس ٢٠٠٧ : البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.<sup>1</sup>
- أكتوبر ٢٠٠٧ إلى ديسمبر ٢٠٠٧ : عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضا كبيرا في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- يناير ٢٠٠٨ : الاحتياطي الاتحادي الأمريكي ( البنك المركزي ) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى ٣,٥٠% وهو إجراء ذو حجم استثنائي ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى ٢% بين شهري يناير ونهاية أبريل.
- مارس ٢٠٠٨ : " جي بي مورجان تشيز " يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي " بير ستيرنز " بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي ، وفي صفقة أشرف عليها البنك المركزي الأمريكي.
- الحادي عشر من يوليو ٢٠٠٨ : أعلن مصرف " إن دي ماك " في كاليفورنيا إفلاسه في ثالث أكبر حدث من نوعه بالتاريخ الحديث للولايات المتحدة علماً بأن أصول المصرف بلغت ٣٢ مليار دولار.
- ٧ سبتمبر ٢٠٠٨ : وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري " فريد ماك " و " فاني ماي " تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجان إليها لإعادة ماليتهما ، مع كفالة ديونهما حتى حدود ٢٠٠ مليار دولار.
- ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨ : اعتراف بنك الأعمال " ليمان برانرز " بإفلاسه ، بينما أعلن أحد ابرز المصارف الأمريكية وهو " بنك أوف أميركا " شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك " ميريل لينش " .

<sup>1</sup> ) <http://www.moheet.com/show-news.aspx?nid>

وقد واجه بنك " ليمان برانرز " صعوبات جمة جراء أزمة العقار التي عصفت بالولايات المتحدة منذ منتصف عام ٢٠٠٧ ، كما اضطر البنك لإسقاط مالية بقيمة ٥,٦ مليار دولار في الربع الثالث من عام ٢٠٠٧ ، وأعلن عن خسارة بلغت ٣,٩ مليار للربع الثاني من عام ٢٠٠٨ ، وتفاقت الأزمة المالية في بنك " ليمان " ، حتى اشهر إفلاسه عقب فشل جهود بذلت من طرف إدارة البنك لإنقاذه ، وتقدم البنك بطلب إشهار الإفلاس إلى محكمة الإفلاس في منطقة جنوب نيويورك.<sup>1</sup>

وكان بنك " ليمان برانرز " يعد حتى وقت قريب رابع أكبر مصرف استثماري بالولايات المتحدة ، أسسه ثلاثة مهاجرين ألمان كانوا يتاجرون بالقطن عام ١٨٥٠ ، ويعمل لدى البنك ٢٥٩٣٥ موظفا بشتى أنحاء العالم ، وقد شغل ريتشارد فولد - الذي يوصف بأنه رائد الخبراء الماليين - منصب الرئيس التنفيذي في البنك.

وعقب إشهار بنك " ليمان إفلاسه " تفاقت أزمة المال الأمريكية ليصبح أكبر ضحية للأزمة الائتمانية العالمية.

- ١٦ سبتمبر ٢٠٠٨ : الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية يؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم " إيه آي جي " المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة ٨٥ مليار دولار ، مقابل امتلاك ٧٩,٩% من رأسمالها.
- ١٨ سبتمبر ٢٠٠٨ : السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة ٧٠٠ مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع .
- ٢٦ سبتمبر ٢٠٠٨ : يشتري بنك " جي بي مورجان " منافسه " واشنطن ميوتشوال " بمساعدة السلطات الفيدرالية.

---

<sup>1</sup> ( <http://www.moheet.com/show-news.aspx?nid> )

- ٢٩ سبتمبر ٢٠٠٨ : أعلن بنك " سيتي جروب " الأمريكي شراء منافسه بنك " واكوفيا " بمساعدة السلطات الفيدرالية .

- وفي نهاية عام ٢٠٠٨ : كانت مؤشرات أسعار الأسهم في كل دول العالم أقل كثيراً عن مستواها قبل انفجار الأزمة ، فمؤشر داو جونز للأسهم الممتازة في البورصة الأمريكية فقد ٢٦,١ % من قيمته ومؤشر ستاندارد أند بورز الأوسع نطاقاً في البورصة الأمريكية فقد ٢٩,٧ % من قيمته ، وفقد مؤشر " ناسداك " لشركات التكنولوجيا الأمريكية ٣,٨ % من قيمته ، كما فقد مؤشر " نيكاي " ٣١,٦ % من قيمته ، وتراجع " الفايانانشيال تايمز " المجمع للبورصات الأوروبية لأكثر من ٣٠٠ سهم مدرجة فيها ٢٦,١ % ، وتراجع المؤشر المجمع لكل بورصات العالم بنسبة ٣٢,١ % خلال الفترة المذكورة.

ولو قارنا مستويات أسعار الأسهم في ٢٢ أكتوبر ٢٠٠٨ بمستويات أسعارها في نهاية ديسمبر عام ٢٠٠٧ ، سنجد الاضطرابات التي شهدتها العام الجاري وذروتها المتمثلة في الأزمة المالية الراهنة ، قد تكفلت بتخفيض القيمة السوقية للأسهم المدرجة في مؤشر " داو جونز " بنسبة ٣٥,٨ % والأسهم المدرجة في مؤشر " ستاندرد أند بورز " بنسبة ٣٨,٩ % ، والأسهم المدرجة في مؤشر " ناسداك " بنسبة ٣٩,١ % ، والأسهم المدرجة في مؤشر " نيكاي " في اليابان بنسبة ٤٣,٣ % ، والأسهم المدرجة في مؤشر " توبيكس " الأوسع نطاقاً بنسبة ٣٩,٧ % ، والأسهم المدرجة في مؤشر " داكس " الألماني بنسبة ٤٣,٣ % ، والأسهم المدرجة في مؤشر " كاك " الفرنسي ٤١,٣ % ، والأسهم المدرجة في مؤشر " فايانانشيال تايمز " البريطاني بنسبة ٣٧,٤ % ، والأسهم الأوروبية المدرجة في مؤشر " فايانانشيال تايمز " لأكثر من ٣٠٠ سهم أوروبي بنسبة ٤٢ % والأسهم المدرجة في مجموع البورصات العالمية بنسبة ٤٤,٤ %.

وكما هو واضح من التسلسل السابق للأزمة المالية العالمية التي خلفت تراجعاً كبيراً في أسعار الأسهم والسندات ، فإن ذلك يدفعنا إلى

البحث عن الأسباب الكامنة وراء انفجار الأزمة أمراً مهماً لأي محاولة لمعالجة الأزمة أو تفاديها مستقبلاً.

## ثانياً : أسباب الأزمة المالية العالمية والاختلافات بينها وبين الأزمات المالية السابقة عليها .

يذهب البعض في مجال الحديث عن الأزمة المالية العالمية ، التي بدأت في منتصف عام ٢٠٠٧ ، إلى محاولة المقارنة بينها وبين أزمة الكساد العالمي التي ضربت العالم عام ١٩٢٩ - ١٩٣٣ ، إلا أن الدراسة المتأنية والتحليل الموضوعي لهذه الأزمة ، يؤكد وجود اختلافات بين الأزميتين والمتتبع للأزمات الكبرى التي حدثت بصورة متكررة وبوتيرة متسارعة ، بحيث أن الفاصل بين كل أزمة وسابقتها يضيق باستمرار وذلك على الشكل التالي :-<sup>1</sup>

- انهيار نظام بريتون وودز ١٩٧٣ ٧٤ .
- أزمة المديونية ١٩٨٢ .
- انهيار بورصة نيويورك ١٩٨٧ .
- أزمة نظام النقد الأوربي ١٩٩٢ .
- أزمة المكسيك ( التاكيلا ) ١٩٩٤ - ١٩٩٥ .
- الأزمة الآسيوية ١٩٩٧ .
- أزمة روسيا والبرازيل ١٩٩٨ - ١٩٩٩ .

---

<sup>1</sup> ) world bank , world development indication 2008 , table 1-1 , size of economy , pp 14 - 16 .

• أزمة الأرجنتين ٢٠٠١ .

• أزمة الرهن العقاري ٢٠٠٦ - ٢٠٠٨ .

ومن هذا المنطلق الخاص بتطورات الأزمة المالية الراهنة والأزمات المالية السابقة عليها ، يطرح تساؤل نفسه حول الأسباب التي جعلت الأزمة المالية الأخيرة ذات طبيعة مختلفة عما سبقها على النحو الآتي :-

أولا : بداية ، لابد من الإشارة إلى أن عنصر المضاربة يعد عاملا مشتركا يربط فيما بين الأزمات المالية المختلفة الأسباب ومتعددة المظاهر والإشكال . فالمضاربة في بورصة نيويورك . خلال الكساد العظيم ، هي ذاتها التي أدت إلى إحداث "اللاثين الأسود" في البورصة نفسها عام ١٩٢٧ . كما أن المضاربة على العملات هي التي عصفت بدول أمريكا اللاتينية وكذلك الدول الآسيوية ، على الرغم من أن جذور الأزمات مختلفة ، حيث نتجت الأولى عن تراكم المديونية الخارجية ونجمت الثانية عن نزوح رؤوس الأموال الساخنة ( قصيرة الأجل ) والوضع نفسه بالنسبة "للروبل" الروسي وأسعار العقارات في الأزمة اليابانية ... الخ<sup>١</sup>

ثانيا : نجمت الأزمات المالية التي شهدتها السنوات الأخيرة من القرن العشرين وتحديدا منذ الثمانينيات ، بصورة أساسية عن التخلي عن نظام أسعار الصرف الثابتة وقاعدة الذهب النقدية بالتوازي مع ازدهار التجارة وانتقال رؤوس الأموال ، سواء حكومية أو خاصة ، في صورة قروض واستثمارات .

ثالثا : مع التسليم بدور " البنوك " العالمية في انفجار الأزمة المالية الأخيرة ، وأيضا خلال الأزمة اللاتينية ونظيرتها الآسيوية والأزمة الأمريكية الخاصة ببنوك الادخار والقروض في عام ١٩٨٥ ، إلا أن دورها قد اختلف

---

<sup>١</sup> ( نزيرة الأفندي ، الأزمة المالية العالمية رؤية مقارنة ، السياسة الدولية ، عدد ١٧٥ ، يناير ٢٠٠٩ ، ص ١٥٧ - ١٥٨ .

من أزمة إلى أخرى ، وقد أخذ طبيعة متشعبة ومعقدة في الأزمة المالية الأخيرة ، مما ركز الضوء على حدتها واتساع نطاقها الدولي .

رابعا : كان جزء من الأزمة المالية الأمريكية الخاصة ببنوك " الادخار والقروض " التي وقعت في منتصف الثمانينيات — مرتبطا بفضائح مالية ، وجزء آخر نتيجة التوسع في الإقراض العقاري والدخول في منافسة مع البنوك التجارية لجذب اكبر عدد من العملاء المقترضين . وقد كان لتحرير القيود والقواعد المنظمة لأداء هذه البنوك — والتي تعود بنشأتها إلى الثمانينيات من العقد التاسع عشر — أثره في الانهيار السريع وإفلاس العديد من هذه البنوك . وهناك تشابه بين هذه الأزمة والأزمة العقارية التي بدأت في منتصف عام ٢٠٠٧ ، حيث ارتفعت أسعار الفائدة المدينة وتعثر السداد من جانب أصحاب القروض العقارية وكذلك من جانب هذه البنوك الادخارية إزاء البنوك التجارية الدائنة لها ، فأصبحت الأولى لقمة سائغة للثانية ، وازدادت نسبة التركيز والقوة المصرفية للبنوك ومجموعات البنوك سواء التجارية أو الاستثمارية .<sup>1</sup>

خامسا : إذا كانت أزمة " الاثنين الأسود " في عام ١٩٨٧ لم تتركز في قطاع اقتصادي معين ، فإنها اندلعت نتيجة أزمة الثقة التي تولدت عن سوء استغلال المعلومات الداخلية الخاصة بالشركات ، والتوسع في عمليات الاقتراض المصرفي لتزايد عمليات الاستحواذ على الاستثمار في أوعية جديدة وصناديق ذات عائدات مالية مرتفعة . حيث أدت هذه الممارسات إلى مضاربات ضخمة على " الأسهم " ، مما شكل فقاعة في " بورصة نيويورك " سرعان ما انفجرت ، وفقد مؤشر " داو جونز " للأوراق المالية نسبة ٢٢ % من قيمة أسهم الشركات المقيدة فيه .

أما الأزمة المالية التي شهدتها الولايات المتحدة في عام ١٩٨٩ — ١٩٩٠ — والتي عرفت باسم أزمة سندات ألجانك " Junk Bond " — فقد نتجت عن التوسع في مجال ابتكار الأوعية الاستثمارية ذات المخاطر العالية ، رغبة في

---

<sup>1</sup> ( مرجع سابق ، ص ١٥٩ .

الحصول على عوائد وأرباح مالية مرتفعة . ومن هنا ، كان وصف هذه السندات التي تدخل في دائرة " المشتقات " بأنها سندات سيئة السمعة .

وبذلك ، شكلت ثلاث أزمات مالية متتالية ، تعرض لها الاقتصاد الأمريكي في الفترة من عام ١٩٨٥ إلى ١٩٩٠ ، أجهزة تنبيه وإنذار حول مناطق الخطر في أداء كل من البنوك وتعاملات البورصة ، وبخاصة فيما يتعلق بالقطاع العقاري الذي ارتفعت قيمة قروضه من سبعمائة مليون دولار في عام ١٩٧٦ إلى ١,٥ ألف مليار دولار في عام ١٩٨٠ . وقد عبر عن ذلك رئيس الهيئة الفيدرالية لضمان الودائع بقوله أن أزمات البنوك في الثمانينيات والتسعينيات كانت تبدأ أساساً - وان لم يكن بصفة كلية - من الإقراض العقاري غير المكفول بضمانات كافية<sup>١</sup> .

كما يلاحظ التشابه في الأزمة التي تعرضت لها بنوك الادخار والقروض في عام ١٩٨٥ ، والأزمة التي تعرضت لها البنوك الاستثمارية الأمريكية ، وأدت بالبعض إلى الانهيار ( ليمان براز رز ) أو اندماج أو الانضواء تحت الرقابة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي ، خلال عام ٢٠٠٨ .

فقد كانت بنوك الادخار والقروض تقوم بكافة الأعمال المصرفية ، ولكنها لا تخضع لذات القواعد والإجراءات المنظمة للبنوك التجارية ، كما لم تكن البنوك الاستثمارية التي يندرج تحتها كل من " ( ليمان براز رز ) و " مرجان ستانلى " و " بيير سترنز " و " جولدمان ساكس " و " ميريل لانسن " تخضع لهذه القواعد .

سادسا : يتضح من تحليل الذمة الروسية - التي توأمت منع الأزمة المالية الآسيوية بالإضافة إلى انهيار صندوق الاستثمار الأمريكي

Long -Term Capital Management التداخل فيما بين

العناصر المؤدية لهذه الأزمات ، التي امتدت منذ عام ١٩٩٧ وحتى عام

---

<sup>١</sup> ( المرجع السابق ص ١٦٠ .

١٩٩٩ . وقد تركزت أسباب هذه الأزمات في رعوس أموال تبحث عن مجالات استثمار وأرباح مرتفعة . فكانت البداية ممثلة في رعوس الأموال الساخنة ( قصيرة الأجل ) ، التي ضاربت في البورصات الناشئة وتوسعت في الإقراض للحكومات الآسيوية والروسية ، وكذلك البرازيلية والأرجنتينية ، مما أدى إلى تراكم مديونيات دول هذه الحكومات . ومع تحركات أسعار الفائدة ، وبخاصة في الولايات المتحدة ، نزحت الكثير من الاستثمارات قصيرة الأجل من السندات والأوراق الحكومية الضعيفة إلى السندات الأمريكية باعتبارها ملاذاً آمناً مع ارتفاع أسعار الفائدة .<sup>١</sup>

سابعاً : أما أزمة " أنرون " و " دوت كوم " التي شاهدها الولايات المتحدة مع بداية القرن الحادي والعشرين ، فقد حملت طابعاً مختلفاً عن الأزمة المالية الأخيرة ، نظراً لانحسارها في نطاق معين ، ألا وهو قطاعات الاقتصاد الجديد ممثلة في الإنترنت فقد شهدت أسهم قطاع الاتصالات قفزات هائلة في أسعارها ، عقب تسجيلها في بورصة " ناسداك " بينما كانت إرباحها الفعلية محدودة . وفي إطار تردى كفاءة الأنظمة المحاسبية والمراجعة ، انفجرت الفقاعة في عام ٢٠٠٠ ، وانهار مؤشر " ناسداك " بنسبة ٧٨% مع حلول أكتوبر ٢٠٠٢ وبالتالي ، تدخل هذه الأزمة في نطاق فقاعة المضاربة ثم الانهيار .<sup>٢</sup>

### الأزمة الأخيرة مختلفة .. لماذا

بعد هذا الاستعراض السريع للملامح العامة التي شملت الأزمات السابقة ، سوف نجد أن تركزها في مجال البنوك والقطاع المصرفي عمق من حدثها ووسع من دائرتها ، في ظل عولمة النشاط المصرفي والاستثماري للبنوك الأمريكية بصفة أساسية تليها البنوك الأوروبية .

---

<sup>١</sup> ) claessens , s . , (2008) , the new international financial architecture , center of economic of policy and research (cepr) , London , pp – 30 .

<sup>٢</sup> ) باترك أرتو ، الرأسمالية في طريقها لتدمير نفسها ، المركز القومي للترجمة ، مكتبة الشروق الدولية ، ٢٠٠٨ ، ص ٧٥ .

إلا أن دور البنوك في الأزمة الأخيرة اختلف عما سبقها من أزمات مالية حيث أنها تجاوزت قضية رعوس الأموال الساخنة التي عصفت بدول أمريكا اللاتينية أو انهيار عملات الدول الآسيوية والروبل الروسي ، ليشمل قضية التوسع في الإقراض العقاري من ناحية والإفراط في استخدام أوعية استثمارية تهدف إلى جمع المزيد من الأموال والتوسع في مخاطر الاستثمار من ناحية أخرى ، تحقيقاً لمزيد من الإرباح ، سواء على الصعيد القومي أو الدولي<sup>1</sup> .

فالملاحظ أن الاقتصاديات الصناعية الجديدة قد وعت دروس الأزمات المالية التي تعرضت لها في الثمانينيات والتسعينيات ، فكانت أكثر حرصاً على تكوين احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية لدعم عملاتها الوطنية . ومن هنا ، لم تتأثر بذات الحدة السابقة ولكنها تأثرت بتنوع وزيادة الأنشطة الاستثمارية للبنوك العالمية ، ممثلة في صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة ، والتي ركزت على البورصات المتقدمة بصورة أساسية تليها البورصات الناشئة بصورة نسبية . يضاف إلى ما سبق الطبيعة المتشابكة للنشاط المالي للبنوك ، وفيما بين بعضها بعضاً . فالنشاط المالي للبنك يرتبط بدائرة الاقتصاد ككل ، فهو البوتقة التي تصب فيها الودائع والأموال وتترجم في صورة ائتمان يغزى أوجها مختلفة للنشاط الاقتصادي كما إن العلاقات بين البنوك متشابكة وقائمة على الاعتماد المتبادل في حركة الإقراض والاقتراض والمشاركة في عنصر الثقة حيث إنا اهتزاز بنك وفقدانه لهذه الثقة يكون بمثابة إنذار خطر للبنوك الأخرى .

وإذا أدخلنا شركات التأمين وإعادة التأمين في الاعتبار ، فسوف تتضح أسباب اتساع دائرة التداعيات ، حيث تتجاوز قطاع البنوك إلى سوق المال ، وتمتد إلى المضاربة على أسهم القطاع والتدافع على سحب الودائع ، ليس في دولة المقرض فقط ولكن في كافة فروع البنك المنتشرة في أنحاء العالم ، فيكون زعر البورصات والذعر المالي في البنوك .

---

<sup>1</sup> ) <http://www.aljazeera.net/nr/exeres>

كما انفردت الأزمة المالية الأخيرة بعنصر جديد كان متواريا بالأزمات المالية السابقة ، ألا وهو الدور الذي لعبته شركات أو مؤسسات تقييم الجدارة الائتمانية ، قد اظهر التهاوي والانهيار المالي للعديد من البنوك الاستثمارية ، نتيجة الإقراض العقاري المجمع . مدى هشاشة هذه التقييمات وعدم ترجمتها للواقع الفعلي والقوى المالية ، سواء للبنوك الاستثمارية والتجارية أو شركات الائتمان العقاري وأيضا شركات التأمين وإعادة التأمين<sup>1</sup> .

وانفردت بالتقنيات الحديثة والتطورات المتلاحقة على صعيد " عولمة الاتصالات " ، فجعلت أصداء ما يحدث في القطاع العقاري الأمريكي يتردد في القطاع نفسه على صعيد العالم ، ويترجم في مؤشرات البورصة ، التي تداعت أمام انهيار أسهم البنوك وخسارة صناديق الاستثمار .

يضاف إلى ما سبق أن هذه الأزمة جاءت بعد موجة عالمية من المضاربات وإرباح ضخمة في نطاق السلع الأولية والحاصلات الغذائية وكذلك النفط ، وقد ذهبت كلها للبحث عن فرص استثمار تنوعت ما بين العقارات وصناديق الاستثمار . ولم تكن هذه التدفقات من العالم المتقدم إلى العالم الثاني ، بل شكل الاتجاه المعاكس قدرا يعتد به ممثلا في صناديق الثروة السيادية .

وأخيرا ، سوف نجد أن الدور الذي لعبته السياسة تحريك أسعار الفائدة بهدف دعم الدولار الأمريكي ، لم يؤد إلى اهتزاز الاقتصاديات الصناعية الجديدة . ولكن تحمل وطأتها بصفة أساسية المواطن الأمريكي حيث أدت إلى زيادة عبء المديونية العقارية ، وتحميل البنوك والشركات الائتمان العقاري أعباء إضافية ناجمة عن تعثر المقترضين وارتفاع فاتورة اقتراض هذه البنوك والشركات .

لقد كانت الأزمة المالية الأخيرة بمثابة تركيز الأضواء على خطايا أمريكية في المجال المصرفي وأداء الشركات والنظم المحاسبية وأحاديث

---

<sup>1</sup> ( وائل جمال ، الأزمة الاقتصادية العالمية ، نهاية نموذج ، شؤون عربية ، ٢٠٠٨ ، عدد ١٣٦ ، ص ٦٩ .

الشفافية والحوكمة ، كما كانت حافظا على إعادة النظر في الكثير من الملفات الخاصة بالأزمات المالية لأمركية السابقة .

وإذا كانت عولمة الاتصالات ورؤوس المال السبب في سرعة عولمة هذه الأزمة ، فإن العولمة نفسها هي التي استطاعت من خلال تنسيق الجهود والاتصالات ومراجعات الذات والإجراءات العاجلة في مجال الإنقاذ المالي – حتى ولو كانت متأخرة ومترددة – أن تحول دون تحولها إلى أزمة مالية على غرار الكساد العالمي في الثلاثينيات ، خاصة أن الاقتصاد العالمي لم يعد مقصورا على الأغنياء السبع الكبار ولكن أصبح فيه الكثير من اللاعبين الجدد الذين يملكون من الاحتياطات الأجنبية والقدرات الإنتاجية والكثافة السكانية ، مما يجعل تأجيل الاقتصاد العالمي أقل حدة عن ذي قبل .

### المبحث الثالث :

#### المشتقات المالية ودورها في الأزمة المالية العالمية .

##### أولاً : التعريف بالمشتقات المالية وأنواعها .

تجلت المهارة المالية أو ما أطلق عليها الهندسة المالية بخلق بعض الأدوات المالية المركبة التي تسمح للمستثمرين بالحصول على عائد مرتفع يفوق عائد الأصول التي نسميها تقليدية الأصول العينية .

وهكذا ظهرت خلال السنوات الأخيرة عدد من الأدوات المالية ، وأدوات الاستثمار المعقدة بشكل لم يسبق له مثيل مثل صناديق التحوط والمنتجات المركبة ، ومقايضة الديون التي تخلف أصحابها عن السداد أو ما تسمى سندات الديون المضمونة وكذلك الأصول غير السائلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات كل هذه الأدوات المالية التي ابتدعها القائمون

على الهندسة المالية<sup>١</sup> ، وفي تناولنا لهذه الأدوات المالية ، يلزم التعريف بماهية المشتقات المالية وكذلك أنواعها وأدواتها وذلك على النحو الآتي :-

### **تعريف المشتقات المالية :-**

تعددت التعريفات والمفاهيم للمشتقات المالية ، فتم تعريفها ، بأنها أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر ، أو سلعة ، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية . أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد . وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار . وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر ، والتحوط ضد المخاطر ، والمراجحة بين الأسواق وأخيراً المضاربة .<sup>٢</sup>

### **كما تم تعريفها :**

بأنها عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية ، عملات أجنبية ، سلع ٠٠٠ الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية

### **وتعرف أيضا :**

أن المشتقات ليست أصولاً مالية ، وليست أصولاً عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقاً لطرف والتزاماً على الطرف الآخر

### **وعرفها صندوق النقد الدولي بأنها :-**

١- هم خريجين من كليات الرياضيات والعلوم من مؤسسات مرموقة مثل معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا وجامعة كامبردج وكانوا مكلفين بيجاد سوق لهذه الأدوات المالية المعقدة

٢) <http://www.moheet.com/show-news.aspx?nid>

" عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول . وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري "

وعرفت أيضاً بأنها أداة مالية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد أو مؤشر مالي ، وهذا السعر أو المعدل الأساس يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محدد أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار أو معدلات . أو أية ورقة مالية تشتق قيمتها من ثمن أصل آخر يمون محلاً للتعاقد

### أنواع وأدوات المشتقات المالية :

بعد إلغاء حظر التعامل على المشتقات المالية Derivatives في قانون البنوك الجديد، ظهرت إمكانية إيجاد سوق منظم لتداول المشتقات كأدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر في الجهاز المصرفي والاستثمار المالي، بهدف توزيع وتقليل المخاطر المالية للمتعاملين والاستفادة من المزايا التي تبيحها تلك الأدوات<sup>1</sup>.

ونظراً لأن الاستفادة من مزايا المشتقات أو تكبد خسائر نتيجة التعامل بها هو أمر يتوقف على كيفية استخدامها كوسيلة لتخفيض المخاطر أو كأداة للمضاربة، لذا فيجب أن يتوافر عند بدء التعامل في المشتقات في السوق عدة متطلبات:

- ١- وجود تنظيم داخلي بالبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر .
- ٢- وضع الضوابط الرقابية الملائمة مثل وضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات .

---

<sup>1</sup> ( د . منير إبراهيم هندي ، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ ، ص ٥٥١ .

٣- التزام المؤسسات المالية بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها في المشتقات .

٤- قيام البنوك بتكوين الاحتياطيات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات .

٥- توفير بنية تقنية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد .

٦- رفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها

٧- توفير الكوادر البشرية المتخصصة في تلك الأدوات للبنوك والمؤسسات الرقابية .

وبصفة عامة يمكن توظيف الأدوات المالية بشكل مبدئي بالسوق من خلال استخدام المشتقات البسيطة إلى أن يصل السوق إلى المستوى الراشد لاستخدام الأدوات الأكثر تعقيدا<sup>١</sup> .

واستخدام المشتقات قد يعرض المصارف وغيرها من المؤسسات المالية إلى عدد من المخاطر وهي:

١- مخاطر الائتمان.

٢- مخاطر السوق مثل تغير أسعار المشتقات

٣- مخاطر التسوية.

٤- مخاطر العمليات الناجمة عن عدم السيطرة.

٥- مخاطر السيولة.

---

<sup>1</sup> ( <http://www.aljazeera.net/nr/exeres> )

٦- المخاطر القانونية (عدم قانونية بعض عقود المشتقات).

## أنواع المشتقات المالية بحسب الغرض:

### (١) المشتقات المقتناة لأغراض المتاجرة

تتعلق معظم المشتقات المقتناة لأغراض المتاجرة بالمبيعات، وأخذ المراكز، وموازنة أسعار الصرف. تتعلق المبيعات بطرح المنتجات للعملاء والبنوك لتمكينهم من تحويل أو تعديل أو تخفيض المخاطر الحالية والمستقبلية. ويتعلق أخذ المراكز بإدارة مخاطر مراكز السوق مع توقع الحصول على أرباح من التغيرات الإيجابية في الأسعار أو المعدلات أو المؤشرات. وتتعلق موازنة أسعار الصرف بتحديد والاستفادة من الفروقات في أسعار الصرف بين الأسواق أو المنتجات المختلفة بغرض الحصول على أرباح من ذلك.<sup>١</sup>

### (٢) المشتقات المقتناة لأغراض تغطية المخاطر

يتبع البنك نظام شامل لقياس وإدارة المخاطر والتي يتعلق جزء منها بإدارة المخاطر التي يتعرض لها البنك نتيجة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار العملات ولتقليل مخاطر أسعار العملات والعملات لتكون ضمن المستويات المقبولة .

## أدوات المشتقات المالية:

### أولاً: العقود المستقبلية:

وهي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد.

وقد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات وتم إنشاء أسواق مالية لها وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية.

---

<sup>١</sup> ( د . منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ١٦٩ .

## أنواع العقود المستقبلية:

### (١) العقود الآجلة:

وهي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية لشراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة بسعر وتاريخ محددين في المستقبل. إن العقود الآجلة هي عقود يتم تصميمها خصيصاً لتلبية احتياجات محددة والتعامل بها خارج الأسواق المالية النظامية. أما عقود الصرف الأجنبي المستقبلية والعقود المستقبلية الخاصة بأسعار العملات فيتم التعامل بها وفق أسعار محددة في الأسواق المالية النظامية ويتم تسديد التغيرات في قيمة العقود المستقبلية يومياً.<sup>1</sup>

### (٢) اتفاقيات الأسعار الآجلة:

وهي عبارة عن عقود مستقبلية خاصة بأسعار العملات يتم تداولها خارج الأسواق المالية النظامية وتتص على أن يسدد نقداً الفرق بين سعر العمولة المتعاقد عليه وسعر السوق في تاريخ مستقبلي محدد وذلك عن أصل المبلغ وخلال الفترة الزمنية المتفق عليها.

ويمكن أن نلاحظ الميزات التالية للعقود المستقبلية :

- ١- لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين المصارف فهي تتم فقط في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم.
- ٢- الالتزام يتم مستقبلاً ولكن بشروط تتم في الوقت الحاضر.
- ٣- إن العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها.

---

<sup>1</sup> (مرجع سابق ، ص ص ١٥٩ - ١٧٠ .

## ثانياً : المشتقات المالية وارتباطها بأزمة الرهن العقاري .

تعد المشتقات المالية التي يتحدث عنها خبراء الاقتصاد بوصفها من الأسباب الجوهرية للأزمة المالية الراهنة في الولايات المتحدة الأمريكية ، والتي انتقلت إلى العالم من المصادر الجديدة للتمويل ، أي عندما يتوفر لدي المصرف " محفظة كبيرة من الرهن العقاري " ، فإنه يلجأ حينئذ إلي استخدام هذه المحفظة لإصدار أوراق مالية جديدة " سندات " يفترض بها من المؤسسات المالية الأخرى ، ويقتصر الضمان هنا في هذه المحفظة ، وهذه العملية يطلق عليها الاقتصاديون اسم " التوريق " securitization فالبنك في هذه الحالة لم يكتف بالإقراض الأول ، وهو الاقتراض الأصلي بضمان العقار الأصلي الخاص بالمواطن الأمريكي الذي اشترى عقاره بالدين من البنك ، بل قام بإصدار سندات جديدة بضمان محفظة الرهن العقاري التي جمعها لديه ، لتقوم مؤسسات مالية أخرى بشرائها ، وهكذا فإن العقار الواحد (العقار الأصلي) يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك ، غير أن البنك من جانبه يعيد استخدام نفس العقار ضمن " محفظة أكبر من الرهونات العقارية " ، للاقتراض بها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى ، وهذا باختصار مدى علاقة المشتقات المالية بالرهن العقاري ، وتستمر هذه العملية موجة بعد موجة ، بحيث ينتج العقار الواحد طبقات متوالية من الإقراض ، فإذا انهارت طبقة بسبب توقف المدين عن السداد ، انهارت باقي الطبقات وحدثت الأزمة المالية ، لأن كل الطبقات يتأثر بعضها ببعض الآخر ، وهنا مكنم الخطر ، وهو ما يطلق عليه " أزمة الرهن العقاري " .<sup>1</sup>

وفي البداية لا بد من التفرقة بين نوعين من البنوك ، الأول البنوك الاستثمارية ، والثاني البنوك التجارية ، فالبنوك الاستثمارية لا تعتمد علي ودائع الأفراد ، وإنما علي أموالها ، ولا تخضع لرقابة البنك المركزي الأمريكي وتتاجر في الأسهم والسندات ، والعقارات بنسب مفتوحة ، أما

---

<sup>1</sup> جورج ويهرفريتز ، مخاطر النمو القوي ومقايضة الديون ، نوسويك ، العربية ، مستقبل الرأسمالية ١٤ / ١٠ ، ص ٢٤ - ٢٥ .

البنوك التجارية فتخضع للبنك المركزي ، وتمتتع عليها المضاربة أو الرهونات العقارية إلا بنسب محدودة .

ولقد حدثت الأزمة المالية الأمريكية الراهنة في البنوك الاستثمارية التي توسعت في القروض العقارية مثل مؤسستي الرهن العقاري " فريدي ماك " و " فاني ماي " اللتان تضمنان قروضا عقارية بقيمة ٥,٢ تريليون دولار لخطر الانهيار ، وأنقذهما مجلس الاحتياط الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) من الإفلاس . وتسبب التساهل في منح القروض للأمريكيين بضمان العقارات ، لدرجة أنه كان يتم إعطاء العقار من جانب البنك الاستثماري بدون دفع أي دولار أي بدون مقدم ويعطي للمقترض - وهو مشتري العقار - فترة سماح قدرها ثلاث سنوات ، لا يدفع خلالها هذا المقترض أي مبالغ<sup>١</sup>.

وفي ضوء هذه التسهيلات من جانب البنك ، زاد حجم الإقبال علي تملك المنازل بدون عمل استعمال عن المقترض ، من حيث مركزه المالي ، وحساباته في المصارف ومدى قدرته علي سداد الأقساط الدورية في مواعيدها ، ونتيجة لهذا التسبب عجز عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط ، وهو ما أثر علي البنوك الاستثمارية لعدم وجود سيولة ، وقد دفع هذا الوضع المأسوي هذه البنوك إلي تحويل الديون العقارية المتعثرة إلي سندات بضمان الرهن العقاري ، وتم بيع السندات إلي المؤسسات المالية وكبار المستثمرين في مختلف دول العالم وفي الولايات المتحدة الأمريكية بالطبع وتزايد غير القادرين من المقترضين علي الوفاء بديونهم ، وهذا ما أدي إلي انتشار الأزمة ، وانتقالها إلي أوروبا وآسيا . والسؤال الذي يتبادر إلي الذهن هو : كيف أفلست هذه البنوك ؟

يرجع إفلاسها إلي ما يعرف بالأدوات المالية الجديدة أو المشتقات المالية والتي وصفها " جرينسبان " المحافظ السابق لبنك الاحتياط الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) في خطابه بالمنتجات والأدوات المالية المعقدة ،

<sup>١</sup> أحمد السيد النجار ، الأزمة المالية الأمريكية والعالمية وإعادة الاعتبار لدور الدولة وللنموذج الاشتراكي ، كراسات استراتيجية ، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية ، عدد ١٩٤ ، ديسمبر ٢٠٠٨ ، ص ١٤ .

وتعتبر بمثابة قنابل مالية موقوتة ، من الممكن أن تنفجر من أقل خطأ من جانب البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل العقاري ، كما حدث مؤخرًا في الولايات المتحدة الأمريكية ، بعد انفجار الفقاعة العقارية ، بعد توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد أقساط رهونهم العقارية ، بالإضافة إلي شح السيولة لدي مؤسسات التمويل العقاري ، الناجمة عن ذلك ، مما سبب الأزمة المالية الراهنة ، ولعب غياب الرقابة الرسمية دورًا مؤكدًا في الأزمة المالية الحالية فقد بلغت عمليات مقايضة القروض المتعثرة التي تمثلها المشتقات المالية أكثر من ٥٠ تريليون دولار .

والتساؤل الذي يطرح نفسه كيف تتم عملية مقايضة الديون ؟ يذكر خبراء الاقتصاد أن القانون الفيدرالي الأمريكي كان يفرض علي بنك " جي بي مورجان " الاحتفاظ بكميات هائلة من الأموال الاحتياطية ، تحسبا لإفلاس أحد من المدينين ، ولكن ماذا لو أن البنك المذكور تمكن من إيجاد أداة توفر الحماية في حالة عجز أولئك المقترضين عن السداد ، وبالتالي يصبح في استطاعته الاستفادة من المبالغ الاحتياطية المحتجزة ، لقد تفتقت أذهان المصرفيين عن اللجوء إلي نوع من التأمين يتحمل فيه طرف ثالث المسؤولية عن احتمال عجز المقترض عن السداد ، في مقابل أن تتلقي شركة التأمين دفعات منتظمة من البنك في شكل أقساط تأمين ، ومن هنا يمكن أن يكون في مقدور بنك " جي بي مورجان " حذف احتمال الخطر من دفاتره ، وبالتالي تحرير أمواله الاحتياطية المحتجزة ، وقد أطلق علي هذا الأسلوب في التعامل اسم " مقايضة الديون " التي تخلف أصحابها عن السداد ، وجاءت الطامة الكبرى عندما أوشك عملاق التأمين في الولايات المتحدة " ايه آي جي " علي إعلان إفلاسه ، بسبب عجزه عن سداد ١٤ مليار دولار ، علي شكل قروض ، ضمنها للبنوك الاستثمارية وعشرات المؤسسات المالية لولا قيام مجلس الاحتياط الفيدرالي " البنك المركزي الأمريكي " بمنح هذا العملاق الذي يعمل في مجال التأمين ، قرضا قيمته ٨٥ مليار دولار ، في مقابل حصوله علي ٧٩,٩% من رأس مالها ، ويمثل هذا الإجراء من جانب البنك المركزي الأمريكي أكبر عملية تأمين في الولايات المتحدة التي يقوم

اقتصادها علي النظام الرأسمالي من أجل توفير السيولة لأكبر شركة تأمين وإنقاذها من الإفلاس الذي كان سيفاقم من حدة الأزمة المالية الأمريكية ويعرض بنوكا ومؤسسات مالية لمأزق مالي خطير ، بوصفها مشتريّة لوثائق التأمين . وكم كان الملياردير " وارن بافيت " محقا عندما وصف عملية مقايضة الديون ، بأسلحة الدمار الشامل المالية ، حيث إن انهيار شركة التأمين قد يؤدي إلي انهيار المؤسسات المالية الأخرى . وبالتالي تتمكن البنوك من إزالة أخطار ديونها من دفاترها ، ويتم تحويل تلك الديون إلي مؤسسات غير مالية مثل شركات التأمين وصناديق المعاشات <sup>1</sup> .

وبالتالي يتم بيع القروض في السوق العقارية إذ لا يعتمد فيها علي التثمين (التقييم) ، ناهيك عن المضاربات في السوق ، ما جعل هذه القروض أعلي من قيمتها الحقيقية ، وقد أدي ذلك إلي انهيار بعض المصارف والشركات العاملة في مجال العقارات " .

---

<sup>1</sup> ( مرجع سابق ، ص ٢٥ .

## المبحث الرابع :

### آليات مواجهة الأزمة المالية العالمية الراهنة .

يحاول البعض أن يقلل من وطأة الأزمة المالية الراهنة التي يمر بها النظام المالي العالمي ، باعتبارها من الأزمات المالية الدورية ، وهي سمة لصيقة بالنظام الرأسمالي منذ نشأته ، وأن الأزمة دوماً هي الأزمة ، وأن النظام الرأسمالي يتجاوز الأزمة بعد الأخرى وبالتالي فإن ما نشهده في أسواق المال العالمية ليس أولى الأزمات ولا آخرها وتنقسم التحليلات إلى العديد منها ما يؤيد ضرورة ترك المؤسسات المالية تواجه مصيرها سواء بالانهيار أو الاندماج أو البيع مشيرين إلى أن اسهم تلك المؤسسات المتعثرة ستخفض قيمتها ، لتتولى أمرها بعد ذلك مؤسسات أقوى منها ، وهذا رأي المتطرف يذهب إليه أنصار مدرسة شيكاغو في عناد أيديولوجي عقيم.<sup>1</sup>

وعلى الجانب الآخر يذهب أنصار الاشتراكية ويدعوا إلى العودة إلى النظام الاشتراكي ، في تحد واضح بأن النظام الرأسمالي لا يمر بأزمة مالية ، ولكنه يمر بأزمة هيكلية في طريقها إلى القضاء عليه وبالتالي يلزم العودة إلى النظام الاشتراكي الذي لا يعرف الأزمات الاقتصادية. وهذا الرأي أو الاتجاه يدعوا إلى العودة إلى النظام الاشتراكي البيروقراطي القديم الذي تأكلت مع الزمن أفكاره ولم تعد صالحة . وخلال هذه الأزمة طرح البعض نموذج الاقتصاد الإسلامي كحل لهذه الأزمة .

والحقيقة أنه ليس هناك بدٌّ من تناول نموذج الاقتصاد الإسلامي كحل لهذه الأزمة ، ولذلك سيتم معالجة هذا المبحث للإطار الكينزي ، والإطار الإسلامي ، الأول لأنه تاريخياً أثبت وجوده كحل للأزمة الاقتصادية ، وأصبح اللجوء إليه حقيقة واقعة في إطار السياسات المالية والاقتصادية التي تطبقها الولايات المتحدة حالياً . أما الثاني فإن الدعوة إلى الاقتصاد الإسلامي أو النموذج الإسلامي أصبحت دعوة جدية وبالتالي يلزم تناول هذه الدعوة برغم انقسام الاقتصاديين حولها ، كما انقسموا على الأولى. وذلك على النحو الآتي :-

<sup>1</sup> ( السيد يسن ، محاكمة النظريات السياسية ، الأهرام اليومي ، ٤ / ٩ / ٢٠٠٨ .

## أولاً : آليات الأفكار الكينزية .

رغم تعدد وتباين أسباب الأزمات المالية ، إلا أن أهم ما يمكن رصده من تتبع تاريخ الأزمات المالية والاقتصادية في العالم هو تطور سبل العلاج وما عكسته من تطورات حادة في الفكر الاقتصادي ، وخاصة ما حدث من تطور في النظرية الاقتصادية التي تفسر آليات عمل النظام الاقتصادي الرأسمالي ، والتي دفعت بالبعض إلى القول بانهيار النظام أو على الأقل سقوط الأسس التي تقوم عليها تمهيدا لانتهياره .<sup>1</sup>

والحقيقة أن الذين ذهبوا إلى هذا المدى وتوقعوا أو جزموا بسقوط النظام الرأسمالي أو على الأقل ما يعرف بالرأسمالية الليبرالية معهم كل الحق حيث أن الوصول إلى أي نظرية اقتصادية بما تمثله من تعميمات تتلخص حول أسباب عمل النظام وأسس اتخاذ القرارات الاقتصادية ، وقد شاهد العالم كله كيف ارتبك النظام وتوالى سقوط منشآت عملاقة مالية وإنتاجية سلعية وخدمية ، ورصد ما حدث من خروج على كل القواعد المحافظة والليبرالية التي تحكم عمل النظام الرأسمالي وتدير شئونه من خلال السياسات والإجراءات في التعامل مع المشاكل التي يواجهها .

إن ما حدث من تحول في الفكر الاقتصادي في خضم أزمة الكساد العظيم يعتبر حدثاً جليلاً وخروجاً صريحاً عن قواعد اللعبة ، وتحليلاً للمحرمات فاليد الخفية التي كانت تدير النظام وتضمن توافق المصالح الذاتية للمستهلكين والمنتجين وتدفع للاقتصاد بشكل تلقائي ليس فقط نحو التوازن ولكن نحو التوازن عند مستوى التشغيل الكامل ، ومع تزايد أزمة الكساد العظيم وتزايد حدتها على المستوى القومي بتراجع حاد في الناتج القومي والتشغيل وتزايد معدلات البطالة ، جاءت أفكار اللورد " جون ماينرد كينز " بوضع العلاج المر عن طريق استحداث عجز في الموازنة ودور فعال للحكومة ويد ظاهرة هي السياسة المالية وبذلك انبثق فجر جديد وعلم جديد وسياسات وأدوات جديدة على يد كينز ، بحيث يمكن القول أن أزمة الكساد

<sup>1</sup> ( أحمد السيد النجار ، مرجع سابق ، ص ٩ - ١٠ .

العظيم وظهور الفكر الكينزي قد كشف عن عدم كفاية آليات اقتصاد السوق وعدم كفاءة أدواتها ، ومن ثم كانت التحولات جذرية ، وإذا كانت الأدوات التقليدية تحتاج إلى مزيد من الوقت حتى تعمل بكفاءة ، فجاءت الأدوات الجديدة عن طريق السياسة المالية التي أصبحت جزء من النظام الرأسمالي والمنفذ له ، وهكذا ركز اللورد كينز على الأجل القصير واستهدف علاج المشكلة الحالية بصرف النظر عما سيحدث من نتائج في المستقبل<sup>1</sup>.

ويتضح مما سبق أن أزمة الثلاثينيات كشفت عن خلل في النظرية الاقتصادية الكلاسيكية ، وفي آليات النظام الرأسمالي قصيرة الأجل ، ومن ثم كان العلاج على مستوى الأزمة ، حيث تطورت النظرية وأصبح هناك فكر اقتصادي جديد وآليات جديدة أكثر فاعلية في الأجل القصير.

والسؤال الذي يطرح نفسه هل يمكن لآليات النظرية الكينزية معالجة الأزمة المالية العالمية ؟ لكي نجيب على هذا التساؤل يلزم معرفة مدى توافق أسباب وجذور الأزمة الحالية ومدى الاختلاف بينها وبين أزمة الثلاثينيات تعد الأزمة الراهنة بكل المقاييس أخف وطأة نسبياً مما حدث في الثلاثينيات حتى الآن ، كما أن جذور الأزمة وأسبابها لم تحدث بسبب خلل في النظام وآلياته أو فاعلية أدواته ولكنها كانت بسبب الخروج عن مقتضيات النظام ، والتطورات المتسارعة في الأدوات المالية الجديدة وعد كفاية الضوابط والرقابة على المؤسسات المالية وعدم إحكام الحكومة قبضتها على أدوات الائتمان ومشتقاته وخروج بعض المؤسسات عن قواعد الشفافية والحوكمة ، وقد كان كل ذلك بسبب سياسة الولايات المتحدة الأمريكية الأصولية المعتمدة على أفكار مدرسة شيكاغو ويشاركها في ذلك البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمعتمدة على تحرير الأسواق وإطلاق العنان للقطاع الخاص والخصخصة وحرية التجارة وإلزام المنشآت بالمسئولية الاجتماعية .

هذا هو الفارق بين الأزمتين في الأولى كانت الآليات غير كافية والأدوات لا تعمل بكفاءة ومن ثم كانت الأزمة حادة وكانت الحلول انقلايية

---

<sup>1</sup> ( د . مصطفى السعيد ، مرجع سابق .

شملت آليات التوازن والتشغيل وأدوات التعاون مع الأداء الاقتصادي بشقيها السياسة المالية وعجز الموازنة ، أما الأزمة الحالية فلم تختلف في مضمونها عن الأزمات المالية السابقة عليها ، لكن الاختلاف الرئيسي كان في الأسباب التي تمثل في الحقيقة خروجاً عن مقتضيات النظام ، وبالتالي فإن الحل لم تتطرق إلى الآليات أو الأدوات وإنما انصببت في الأجل القصير على لم الشمل أولاً والإبقاء على عناصر النظام المالي وتحمل المجتمع لأخطاء المؤسسات المالية وتراخي إدارة بوش في إحكام قبضتها على النظام بأكمله.<sup>1</sup>

وكما كانت أسباب الأزمة الأخيرة خروجاً عن مقتضيات النظام ، جاءت الحلول أيضاً كذلك ، بغرض احتواء الأزمة وإنقاذ النظام المالي ، ثم العمل على مواجهة شبح الركود الذي بدأت أولى مظاهره في تزايد أعداد العاطلين وتعثر بعض المنشآت الإنتاجية التي تعتمد كثيراً على الائتمان المصرفي ، وذلك في إطار السياسة النقدية ، وكذلك السياسات المالية التي أصبحت الآن تقليدية وفاعلة في مثل هذه الأحوال .

وبتحليل ورصد ما يتخذ من إجراءات في مواجهة الأزمة يلاحظ أمران أساسيان : أولهما اللجوء إلى أساليب غير معتادة بل صادمة للبعض مثل شراء الحكومة لأحد بنوك الاستثمار المفلسة " ليمان براذرز " وتقديم دعم مالي من أموال دافعي الضرائب لانتشال النظام المالي من عثرته ، وتعويض مؤسسات مالية غير منضبطة عن خسائر ناجمة عن فشلها الإداري ، ثم أخيراً اللجوء إلى السياسة المالية وتقديم عون مالي لمشروعات إنتاجية لدرء خطر الإفلاس أو الخروج من الأعمال بجانب زيادة الإنفاق العام لدعم الاقتصاد على استعادة النمو والانتعاش .

ويذهب الباحث إلي أن الأزمة المالية الراهنة ، تختلف في جانبين هاميين أولهما : التباعد الفعلي بين حركة الاقتصاد العيني - حركة الإنتاج والاستثمار والتصدير - من ناحية وحركة الاقتصاد المالي من ناحية أخرى التي أصبح لها إطارها المستقل بعيداً عن الاقتصاد الحقيقي .

---

<sup>1</sup> د . طه عبد العليم ، سقوط الأصولية الرأسمالية في الأزمة المالية ، الأهرام اليومي ، ١٩ / ١٠ / ٢٠٠٨

ثم أخيراً يرتبط الجانب المهم من عناصر الأزمة المالية الراهنة ، بتوغل الهندسة المالية وما أفرزته من مشتقات مالية معقدة ، وفشل صناديق التحوط HEDGE FUNDS في التعامل مع الأزمات المعممة في الأسواق المالية .

إذا هناك الجديد ، الذي يحتاج إلي فهم جديد وآليات جديدة للتعامل معها ، حتي تكون قد استوعبنا درس الأزمة .

### ثانياً : آليات النموذج الإسلامي .

وخلال هذه الأزمة ، طرح البعض نموذج الاقتصاد الإسلامي كحل هذه الأزمة ، واعتقدوا ان تطبيقه هو الحل للخروج من الأزمة المالية التي أرهقت العالم دون أن يجد لها حلاً ولن تفلح معه خطط الإنقاذ التي قامت بها العديد من الدول ، لكونه نظاماً كاملاً ومتكاملاً ولا يوجد فيه فارق بين الفكر والتطبيق ، ويجمع بين مفهومي الرأسمالية والاشتراكية ، فهو ينظر للفرد والجماعة معاً ، ولا ينتظر وقوع الأزمات حتي تتداخل الحكومات بل أنه لا يتعرض للآزمات ، كما أنه يحترم الملكية الفردية ، وليكبتها كما في النظام الاشتراكي ويؤهله لتنمو في حض القيم الإيمانية فلا غش ولا تدليس ولا احتكار ولا ربا ولا مؤامرة ولا غبن ولا استغلال كما هو عليه نظام اقتصاد السوق ، وفي الوقت نفسه لا يهمل دور الدولة كشريك للتنمية مع القطاع الخاص من خلال اطلاعها بمشروعات العامة .<sup>1</sup>

والحقيقة يذهب أنظار هذا الاتجاه إلي أنه لا يوجد شيء اسمه الحرية المطلقة ، فالكون ليس آلة خلقها الله ثم تركها تدور دون تدخل كما تذهب المدرسة الرأسمالية ، وبالتالي تدخل الدولة ضروري ، لكن يجب التفرقة بين التدخل الايجابي الذي يهدف إلي تطبيق الاقتصادي الإسلامي لتحقيق المنفعة العامة ، وبين التدخل السلبي الذي تحكمه المنفعة الشخصية .

---

<sup>1</sup> ( د . رضا عبد السلام ، نهاية التاريخ أم نهاية العولمة ؟ نحو إطار إسلامي عالمي للنشاط الاقتصادي ، دار ومكتبة الإسراء ، ٢٠٠٥ ، ص ص ٤٩ - ١٢٤ .

ويذهب أنظار هذا التوجه إلي أن المرابحة أو المشاركة هي الحل وهي البديل لسعر الفائدة الذي يروونه ربا ، بالإضافة إلي أن آليات البنوك الإسلامية وبعدها عن التعاملات الوهمية من خلال التعامل بالمشاركة التأجيرية وعقود الاستصناع<sup>1</sup>.

كما يروا أن الاقتصاد الإسلامي بمبادئه تحقق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي ، فلا يمكن أن يحدث تباعد بينهما فيحرم جني الأرباح من خلال التعاملات المالية ويعتبرها ربا .

ويعارض البعض هذا التوجه ، وينكروا وجود ما يطلق عليه الاقتصاد الإسلامي أصلاً ويدلوا علي ذلك فإذا كان هناك اقتصاد إسلامي فيمكن وجود الاقتصاد المسيحي واليهودي وكل ديانة يكون لها اقتصاد ، وبالتالي فلا وجود للاقتصاد الإسلامي ، كما أن مشاكل الاقتصاد الراهن بكل تعقيداته وتشابكاته لم تكن موجودة أصلاً وبالتالي لم يطرح لها حل أو علاج أو سياسات للتوجيه في تلك الديانات .

أم بالنسبة للمرابحة أو المشاركة تضع المودع تحت رحمة الشركة أو البنك الإسلامي ومدى أمانته في تحديد نتيجة أعماله ، فيمكن أن يربح كثيراً ويزيف نتيجة أعمال ، كما أنه يلتزم بي سياسات البنك المركزي وبالتالي يكون عليه قيد في التعاملات ، كما أنه يمكن أن يستخدم أموال المدعيين في مضاربات وفي مشتقات مالية ذات مخاطر عالية دون علمهم<sup>2</sup> .

ويذهب الباحث إلي أن الاتجاه الأول له مؤيديه علي مستوى الدول المتقدمة والدول النامية ، ويلزم طرح الإطار الإسلامي كحل بديل بعدما فشلت الأيدلوجيات التقليدية وتعرضت للفشل . كما يجب التحوط أيضاً في تطبيق هذا البديل وتطبيقه تدريجياً ومراعاة مأخذ الاتجاه الثاني حتي يمكن التطبيق الواقعي والبعيد عن الأزمات كإطار عام للاقتصاد الإسلامي .

---

<sup>1</sup> ) [http : // www . aljazeera . net / nr / exeres .](http://www.aljazeera.net/nr/exeres)

<sup>2</sup> ) أحمد السيد النجار ، مرجع سابق ، ص ٦ .

## الخاتمة

وفي ضوء ما سبق ، يتضح أن الأزمة المالية قد أدت إلى تداعيات كبرى علي الدول المتقدمة والدول النامية علي حد سواء . ويتضح ذلك في النتائج الآتية :

أولاً : أن الأزمة المالية لم تكن هذه المرة في الدول النامية ، وإنما كانت في الولايات المتحدة الأمريكية ، معقل الرأسمالية وآليات السوق ، ومن ثم فالأزمة تمثل ضربة قوية لآليات السوق .

ثانياً : تعد أيديولوجية آليات السوق وقدرتها علي تصحيح نفسها ، وبين تدخل الدولة لدي المؤسسات المالية لإقراض من ليست لديهم ضمانات كافية لسداد قروضهم العقارية من الأسباب الرئيسية للأزمة

ثالثاً : إن تأثير دول العالم بهذه الأزمة كان بنسب متفاوتة ، حيث كانت نسبة التأثير الأزمة المالية متناسبة ودرجة مساوية للانفتاح من عدمه

رابعاً : انتشار المشتقات المالية بصورة ضخمة وإتاحة المضاربة علي ارتفاع وانخفاض السلع والأسهم والسندات ، أي المضاربة علي المضاربة في حد ذاتها كانت من الأسباب الأساسية للأزمة المالية العالمية .

خامساً : انعدام الرقابة علي أسواق المال وبنوك الاستثمار كان من خصائص الأزمة المالية العالمية الراهنة .

سادساً : إن السياسات التي اتبعتها دول العالم لمواجهة الأزمة وعلاج تداعياتها نتج عنه إعادة دور الدولة .

سابعاً : أدت الأزمة إلي حدوث إنشقاق واضح حول استخدام سياسات آليات السوق والأصولية الرأسمالية .

وفي ضوء ما سبق ، يتضح أن الأزمة المالية لها آثاراً ضخمة علي دول العالم المتقدمة والنامية ، وإنها أزمة تحتاج إلي آليات وأدوات مالية جديدة .

## التوصيات

إن السياسات التي إتبعنها مختلف دول العالم لمواجهة الأزمة وتداعياتها تؤكد علي أهمية دور الدولة . لذا يلزم إتباع الآتي :

١. تدخل الدولة لضخ المزيد من السيولة ، وفرض السيولة المقدمة من الحكومات علي البنوك المعرضة للإفلاس .
٢. تخفيض أسعار الفائدة علي القروض بهدف كبح التضخم وتحسين وضع الدولار في الأسواق الدولية .
٣. تأمين البنوك والمؤسسات المالية المتعثرة لمنع تعرضها للانهييار .
٤. إجبار المصارف التي لم تتأثر بالأزمة علي الاستحواذ علي المصارف التي علي وشك الانهييار .
٥. تدخل الحكومات من خلال صناديق الاستثمار العامة لشراء الأسهم لإنقاذ أسواق المال من الانهييار .
٦. الدعوة إلي إنشاء صناديق سيادية لشراء حصص في الشركات المعرضة للانهييار من أجل حمايتها .
٧. العمل علي تحقيق الشفافية في الأسواق المالية ، وضمان الإفصاح الكامل عن وضعها المالي من خلال مراجعة أدائها .

## المراجع

### أولاً المراجع العربية :

\* أحمد السيد النجار ، الأزمة المالية الأمريكية والعالمية وإعادة الاعتبار لدور الدولة وللنموذج الاشتراكي ، كراسات استراتيجية ، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية ، عدد ١٩٤ ، ديسمبر ٢٠٠٨ ، ص ١٤ .

\* السيد يسن ، محاكمة النظريات السياسية ، الأهرام اليومي ، ٩ / ٤ / ٢٠٠٨ .

\* السيد يس ، الرأسمالية بين الصدمة والكارثة ، الأهرام اليومي ، ١٦ / ١٠ / ٢٠٠٨ ، ص ١٢ .

\* باترك أرتو ، الرأسمالية في طريقها لتدمير نفسها ، المركز القومي للترجمة ، مكتبة الشروق الدولية ، ٢٠٠٨ ، ص ٧٥ .

\* د. جود عبد الخالق ، أزمة المالية العالمية أزمة نظام لا أزمة سياسات ، السياسة الدولية ، يناير ٢٠٠٩ ، عدد رقم ١٧٥ ، ص ١١ .

\* جورج ويهر فريترز ، مخاطر النمو القوي ومقايضة الديون ، نوسويك ، العربية ، مستقبل الرأسمالية ١٤ / ١٠ / ٢٠٠٨ ، ص ٢٤ - ٢٥ .

\* د. رضا عبد السلام ، نهاية التاريخ أم نهاية العولمة ؟ نحو إطار إسلامي عالمي للنشاط الاقتصادي ، دار ومكتبة الإسراء ، ٢٠٠٥ ، ص ٤٩ - ١٢٤ .

\* روبرت جيه صامويلسون نوسويك العربية ، مستقبل الرأسمالية ، ١٤ / ١٠ / ٢٠٠٨ ، ص ٢٥ .

\* د. سامر سليمان ، دور الدولة في الاقتصاد : إعادة نظر ، السياسة الدولية ، يناير ٢٠٠٩ ، عدد رقم ١٧٥ ، ص ١٦٢ .

- \* د . محمود عبد الفضيل ، المنظمات الدولية وفشل النظم الرأسمالية ،  
المصري اليوم ، ٢٥ / ١٠ / ٢٠٠٨ ، ص ٦ .
- \* د . مصطفى السعيد ، الأزمة المالية والنظام الرأسمالي ، الأهرام اليومي  
١١ / ٥ / ٢٠٠٨ ، ص ١١ ،
- \* د . منير إبراهيم هندي ، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية ،  
منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ ، ص ٥٥١ .
- \* د . محي الدين محمود ، الأزمات العالمية دروس غير مستفادة ، وجهات  
نظر ، ٢٠٠٨ ، عدد ديسمبر ، ص ١٦ .
- \* د . طه عبد العليم ، سقوط الأصولية الرأسمالية في الأزمة المالية ،  
الأهرام اليومي ، ١٩ / ١٠ / ٢٠٠٨ .
- \* وائل جمال ، الأزمة الاقتصادية العالمية ، نهاية نموذج ، شئون عربية ،  
٢٠٠٨ ، عدد ١٣٦ ، ص ٦٩ .
- \* نزيهة الأفندي ، الأزمة المالية العالمية رؤية مقارنة ، السياسة الدولية ،  
عدد ١٧٥ ، يناير ٢٠٠٩ ، ص ١٥٧ - ١٥٨ .

### ثانياً المراجع الإنجليزية :

- \* etawell , john and lance taylor , eds , 2002 ,  
international capital mar – kets : systems in transition .  
oxford u . press .
- \* world bank , world development indication 2008 , table  
1-1 , size of economy , pp 14 – 16 .
- \* claessens , s . , (2008) , the new international financial  
architecture , center of economic of policy and research  
(cepr) , London , pp – 30 .

\* <http://www.moheet.com/show-news.aspx?nid>

\* <http://www.aljazeera.net/nr/exeres>