



دور عقود الخيارات المالية في احداث الازمات المالية

إعداد

□ الباحث / محمد حسين عبدالرحيم



مقدمة:

الحمد لله رب العالمين، وأفضل الصلاة وأتم التسليم على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، وبعد، فمن المستحيل أن تظل الحياة جامدة وثابتة لا تتطور، بل إننا نجد كل يوم فكرياً جديداً وحياة جديدة تختلف كلية عن الأمس. والحق أن هذا التطور لم يترك مجالاً من المجالات، ولا مرفقاً من المرافق.

وعالم التجارة والمعاملات المالية هو الأكثر تطوراً وتغيراً. ولقد أصبح من نتاج التطور ابتكار أدوات وصيغة عقود ومعاملات لم تكن موجودة في الماضي؛ حيث كانت حاجة الناس في العصور الأولى من حياتهم قليلة ومحدودة، والتعامل لا يتعدى بضع عمليات ضئيلة، غير أن تقدم المدنية وزيادة عدد السكان وتعدد حاجاتهم وضرورة إشباعها تطلب وجود أماكن عامة. ومن هنا نشأت الأسواق، ومع زيادة التبادل التجاري من ناحية، وتطور النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى ظهرت الأسواق المالية في ظل الحرية الاقتصادية وآلية جهاز الثمن، وتنوعت الأدوات المالية المستخدمة في هذه الأسواق.

وتعد سوق رأس المال العمود الفقري للتنمية الاقتصادية في أي دولة، فهي وسيلة من وسائل جذب المدخرات لتمويل المشروعات التي تحتاج إلى تدفقات هذه الأموال، وهي كذلك عامل مهم لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

والمشتقات المالية أدوات تعتمد على أداء بعض الأصول المالية المحددة^(١)، أو معدلاتها، أو قائمة تداول. ولعل من أبرز صور المشتقات المالية: عقود الخيارات، عقود المستقبلات، العقود الآجلة، وعقود المبادلة، وأيضاً صور أخرى تتداخل فيما بينها^(٢).

وتعد عقود الخيارات المالية - وهي محل بحثنا - من أهم التطورات التي ظهرت في الأسواق المالية، وهي إحدى الأدوات المالية المشتقة، وإحدى ابتكارات الهندسة المالية^(٣)،

(١) كالأسهل والسندات في الأوراق المالية، والأدوات المالية كالعقود الأجنبية، وسندات الائتمان.

(٢) الخيارات والمستقبلات هي أنواع -مثالية- محددة تحديداً دقيقاً، ويتعامل عليها داخل أسواق منظمة، وتسوى يوماً بيوم، وذلك من خلال إدارة مركزية تعرف ببيت التسوية أو مؤسسة التسوية.

(٣) يُقصد بالهندسة المالية: استحداث أدوات أو أوراق مالية جديدة واستنباطها لتغطية متطلبات المستثمرين والسوق التي لا تلبها الأدوات والوسائل التقليدية. وهي وسيلة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين متطلبات السوق



ففي البداية كانت تستخدم من أجل الاحتياط، قبل أن تتحول إلى أداة للاستثمار والمضارب؛ حيث لقيت رواجاً كبيراً لدى المتعاملين في الأسواق المالية.

وتوفر عقود الخيارات للمتعاملين مزايا متعددة، أهمها المضاربة والمرابحة؛ وذلك من خلال استخدام أموال قليلة المتاجرة في السوق المالية، هذا فضلاً عن استعمالها كأداة تقي من مخاطر انخفاض أسعار موجودات المحافظ الاستثمارية. كما يمكن استخدام استراتيجية الاستثمار من ضمنها، من جهة أخرى، فإن عقود الخيارات ليس لها قيمة اقتصادية حقيقية؛ ومن ثم فإن آثارها وهمية وسلبية على الأسواق المالية وعلى الاقتصاد كذلك.

وعليه فقد ظهرت هذه العقود كأداة من أدوات السوق المالية اعتباراً من ١٩٧٣، وهو تاريخ إنشاء بورصة شيكاغو للخيارات، وقد أنشئت كوسيلة وقائية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، والمضاربون لتعظيم أرباحهم.

وفي الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى الخيارات كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه حتى الآن، يرى بعض المستثمرين من جانب آخر أن الخيارات من أكثر الأدوات الاستثمارية غموضاً، وبالتالي يناون بأنفسهم عن التعامل بها^(١). وعليه فهذه العقود تعد - من وجهة نظر المضاربيين - إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة في الأسواق المالية، أثرها في أحداث الأزمات العالمية

ولقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبيران على اقتصاديات البلدان؛ إذ إنها غالباً كانت سبباً في التدهور الحاد الذي أصاب الأسواق المالية؛ نظراً لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية، مما ينعكس بالسلب، ويؤدي إلى تدهور كبير في قيمة العملة، وفي أسعار الأسهم. وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج والعمالة، وما ينتج عنه من إعادة توزيع للدخول والثروات، فيما بين الأسواق المالية الدولية ككل.

والكفاءة الاقتصادية، وتواكب تغير إدارة الأسواق المالية وما حدث لها من ترابط بفضل توفر وسائل الاتصال الحديثة، الأمر الذي نتج عنه زيادة حدة التنافس وحاجة الأسواق إلى مواكبة التطورات الحاصلة في الأسواق، خاصة أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية، مما يستدعي بالضرورة تطوير المنتجات المالية واستحداث أدواتها، وتوفير قدر من المرونة يساعد على الاستمرار والنمو.

Perry H. Beaumont, Financial Engineering Principles A Unified Theory for Financial Product Analysis and Valuation, John Wiley and Sons, 2004, pp.268.

(١) خطاب: كمال توفيق، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، ٢٠٠٥.

وقد شهد العالم موجات متتالية من الأزمات، أدت في غالب الأحيان إلى إحداث ثغرات ضخمة في الاقتصاديات الدولية، وضياع أصول هائلة من المستثمرين في الأسواق المالية لهذه الدول. مما يتطلب إعادة هيكلة جذرية للسياسات الاقتصادية المنتهجة. ولقد كان للمشتقات المالية وعقود الخيارات المالية دور في إحداث الأزمات المالية منذ عام ١٩٢٩ حتى الأزمة العالمية عام ٢٠٠٨ .

ولأهمية عقود الخيارات المالية التي أصبحت في العصر الحديث من أكثر الأدوات المالية الحديثة انتشاراً وتداولاً بين الأسواق العالمية، كما أصبحت أداة لجذب رؤوس الأموال، وتنشيط الأسواق المالية حول العالم، ووسيلة لإدارة المخاطر لمعرفة هذا النوع من العقود المالية الحديثة - فقد اخترت أن أخصّ دراستي هذه بالتعرّض لعقود الخيارات المالية وأثرها في أحداث الازمات العالمية .

أولاً: أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث فيما يأتي:

- ١- أصبح التعامل بالأدوات المالية الحديثة، وخاصة المشتقات المالية ذا تأثير كبير على أسواق الأوراق المالية، حيث بلغت أحجام هذه التعاملات الواردة على عقود الخيارات المالية فقط نسبة كبيرة من حجم سوق المال، فضلاً عن أن حجم التداولات الواردة بها قد تجاوز عدة مئات لمليارات الدولارات في الأسواق العالمية.
- ٢- استخدام عقود الخيارات المالية من جانب المضاربيين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية باعتباره درع وقاية من مخاطر وتقلبات السوق، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى توفير العديد من الأعباء المالية، التي قد تنشأ نتيجة امتلاك وبيع الأوراق المالية، ومن ناحية ثالثة فإن التعامل في مثل هذه الأدوات يضمن امتلاك بعض الأصول المالية دون الحاجة إلى كثير من الأموال التي ستدفع فوراً إذا ما تملكوا هذه الأصول.
- ٣- ينظر بعض المضاربيين الي أن إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة في الأسواق المالية وهي عقود الخيارات المالية كانت سبب في أحداث الازمات العالمية .

ثانياً: أهداف البحث:

تهدف الدراسة إلى الآتي:

- 1- وضع دراسة شاملة عن عقود الخيارات المالية وأثرها علي أحداث الازمات المالية ، وذلك في بحث واحد، ويعد مدخلا عاما للباحثين للحصول على المعلومات المتعلقة بالموضوع من مؤلف واحد، مع التركيز على العناصر الأساسية والمبادئ المهمة لتلك العقود .
- 2- البحث عن دور عقود الخيارات المالية كأداة لإدارة المخاطر في بيئة الشركات، خاصة وأن هذا المنهج لإدارة المخاطر يتسق مع ظهور المؤسسات المالية والشركات الخاصة بذلك، كقوى مهيمنة في أسواق عقود الخيارات المالية^(١).
- 3- التعرف على الجوانب المختلفة للأزمات المالية وأشكالها وأنواع الأزمات المالية وأسبابها ونتائجها و انعكاسات تطبيق عقود الخيارات على بعض الشركات

ثالثاً: منهج وخطة البحث:

نظرا لأهمية الموضوع وحداثته، فقد تم الاعتماد في هذه الدراسة المنهج النظري التأسيلي والتحليلي لموضوع الدراسة، ، وإعطاء التفسيرات للنقاط والعناصر محل البحث، كما أن هناك كثيرا من الأبحاث التي تصل إلى النتائج بطرق مختلفة أو متعددة ننتقي من بينها الأفضل الذي يحقق النتائج أو الإجابات المثلى.

وقد اقتضت طبيعة الدراسة المذكورة أن تأتي في أربعة مطالب ، وملتوئين بنتائج الدراسة وتوصياتها.

(١) د. محمد محمود الكاوي، مستقبل البنوك الإسلامية في ظل التطورات الاقتصادية العالمية، ٢٠٠٣، ص ١٨٨.

المطلب الاول : عقود الخيارات المالية

المطلب الثاني: مفهوم الأزمات المالية وأشكالها.

المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية وأسبابها ونتائجها.

المطلب الرابع : انعكاسات تطبيق عقود الخيارات على بعض الشركات

المطلب الاول

عقود الخيارات المالية

اولا :- تعريف عقود الخيارات

ظهرت عقود الخيارات نظرا لحاجة المتعاملين لبعض السلع أو الأصول المالية مستقبلاً، ولعدم رغبتهم في تملك تلك الأصول أو السلع في الوقت الحاضر، لأسباب عدة، أبرزها عدم وجود القيمة المادية المقابلة لتلك الأصول، أو عدم الرغبة في سداد كامل لتلك القيمة في الوقت الحالي لأصل سيتعاملون عليه مستقبلاً، فضلا عن غموض المستقبل بشأن تلك الأصول أو السلع، وغير ذلك من الأسباب الكثيرة المختلفة، وقد أدى ذلك إلى الحاجة إلى هذا النوع من العقود التي تتيح من خلالها لمبرمي الخيار أمورا متعددة، يتخير منها ما فيه مصلحته، نظير مقابل مادي يقوم بسداده.

وتعد نشأة بورصة شيكاغو النواة الأولى في العصر الحديث، وهي بداية انتشار عقود الخيارات في العالم سريعة، وأصبحت من أكثر البورصات في العالم، ومن أشهر تلك البورصات [بورصة شيكاغو للخيارات – بورصة لندن – بورصة باريس – وفي الوطن العربي بورصة الكويت].

اولا :- تعريف عقود الخيارات

تعددت التعريفات في الفقه الاقتصادي المعاصر لعقود الخيارات، بوصفها إحدى الأدوات الحالية الحديثة التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية حول العالم، وسوف نوضح بعض هذه التعريفات، ونتناول في النهاية تعريفنا الخاص لهذه العقود.

هناك عدة تعريفات لعقد الخيار جاءت على النحو التالي:



عقد الخيار: هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدود، وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل.^(١)

عقد الخيار: عقد يُعطي حقًا وليس التزامًا، لكي يشتري أحد الطرفين أو يبيع أصلًا ماليًا بسعر محدد مقدمًا، (والأصل يمكن أن يكون سهمًا عاديًا، أو أداة دين، أو سعر فائدة) بعقد في المستقبل.^(٢)

ويري الباحث أن هذه التعريفات منتقدة؛ حيث لم تتناول المكافأة (علاوة الخيار) التي يدفعها المشتري نظير إبرام عقد الخيار، وهي تعد من أساسيات عقد الخيار، والدافع البائع للتعاقد؛ لأنها قيمة ربحه.

تعريف الباحث: عقد الخيار: هو عقد بين طرفين مشتق من أصل مالي معين يعطي لصاحبه الحق، وليس الالتزام لكي يشتري أو يبيع حقًا ماليًا معينًا [سلع - بضائع - أوراق مالية - ... إلخ] بسعر محدد مستقبلاً مقابل مبلغ محدد يدفع وقت التعاقد يسمى المكافأة [علاوة الخيار]، على أن يكون التنفيذ في وقت محدد. ومن هذا التعريف يتضح لنا أن عقد الخيار يتميز بالتالي:

- ١- عقد الخيار يرد على حق مجرد، وليس على أسهم معينة، ويخول مشتريه ببيع أو شراء أسهم معلومة، منصوص عليها في العقد، فالمعقود عليه هو الخيار ذاته.
- ٢- عقد الخيار ملزم لأحد المتعاقدين، وهو بائع الخيار، وغير ملزم للمتعاقد الآخر، وهو مشتري الخيار.
- ٣- عقد الخيار بين طرفين: الأول مشتري الخيار، وهو الطرف الذي يملك مقتضى العقد الحق في شراء أو بيع الأسهم المتعاقد عليها في العقد، خلال مدة الخيار. أما الثاني فهو بائع الخيار أو محرره، وهو الذي يلتزم ببيع أو شراء الأسهم المتعاقد عليها، عندما يقرر مشتري الخيار.
- ٤- الخيار يمثل حقًا يتمتع به المشتري والتزامًا يقدمه البائع؛ فيدفع الأول الثمن

(١) د/طارق عبد العال حماد، (المشتقات المالية: مفاهيمها- أنواعها)، الدار الجامعية، سنة ٢٠١٠-٢٠١١، ص ٤١

(٢) حسنة حامد، أسواق الأوراق المالية، دراسة نظرية مقارنة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ٢٠٠٥، ص ١٣٥.

مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبض الآخر الثمن مقابل تعهده والتزامه، وتنتج عنه أداة قابلة للبيع والتداول.

ثانياً :- أهداف عقود الخيارات المالية

تستخدم عقود الخيارات لتحقيق الأهداف التالية:

أولاً: هدف إدارة المخاطر (التحوط ضد المخاطر):

المخاطرة تعني: (احتمالية السلبية في الحدث مطلقاً، وفي مجال الاستثمار تعني أن يكون العائد المحقق الفعلي مختلفاً عن العائد المتوقع)^(٢).

وعرفت أيضاً بأنها: " هي الحالة التي يمكن معها وضع توزيع احتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، ولهذا يجب أن تتوفر معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع هذه الاحتمالات، وهذه تسمى بالاحتمالات الموضوعية"^(٣).

وتوفر عقود الخيارات أداة لتمكين الأفراد والمؤسسات من إدارة المخاطر، بالسماح لهم بتغطية مركزهم في الأسواق، حيث يمكن تحويل عبء المخاطر إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة (المضاربين)، من خلال إدارة رخيصة التكلفة للمؤسسات التي تقوم بها.^(٤)

ثانياً: هدف المضاربة:

تعريف المضاربة:

المضاربة^(٥) بصفة عامة (شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في

(١) والخطر بالتحريك في الأصل الرهن وما يخاطر عليه، ومثل الشيء وعدله، ولا يقال إلا في الشيء الذي له قدر، والخطر السبق الذي يترامي عليه في التراهن، والجمع أخطار، وأخطره هم خطراً، وأخطره لهم بذل لهم من الخطر ما أرضاهم، وأخطر المال: أي جعله خطراً بين المتراهنين، وتخطروا على الأمر: تراهنوا وخاطروهم عليه: راهنهم، والخطر الرهن بعينه، والخطر ما يخاطر عليه، ابن منظور، لسان العرب، مادة -خطر - ٢٥٠ / ٤، ٢٥١.

(٢) محمد أنور عبدالله، تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دار النشر للجامعات، القاهرة، ٢٠٠٢م، ص ١٠.

(٣) حنفي عبدالغفار، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٣، ص ٣٦٤.

(4) Dryden press new York u s a p 12 An introduction to derivatives, Don m chance.

(٥) المضاربة لغة: مأخوذة من الضرب في الأرض لطلب الرزق، ويقال (فلان يضرب المجد) أي: يكسبه ويطلبه،



وقت آخر، وقد توصف المضاربة بأنها مراجعة عبر الوقت، أي الشراء في وقت ما، والبيع في وقت آخر، ففي هذه الحالة لا يمكن معرفة الأسعار إلا بالتقدير الذي يمكن أن يكون صحيحاً أو خاطئاً).^(١)

والمضاربة في البورصة وجدت عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في البورصة يشترون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها، والحصول على فارق السعر، كربح رأس المال^(٢). ومن المعلوم أن هدفهم هذا يتوقف على أمرين:

الأول: وجود فرق الأسعار بين البيع والشراء.

الثاني: زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل عليها.

ولذلك فقد عرف الاقتصاديون المضاربة بأنها: " التعاقد على عملية مستقبلية بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها، أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها".^(٣)

ومن التعريفات السابق ذكرها يتضح أن المضاربة تعتمد على عوامل ثلاثة، هي: الأول: التنبؤ، الثاني: حالة السوق، الثالث: السرعة في اتخاذ القرار، سواء بالبيع أو الشراء.

وهناك اختلاف في الرأي حول عقود الخيارات التي تم اللجوء إليها بسبب المضاربة في سوق الأوراق المالية من عدمه.

الرأي الأول: أن عقود الخيارات هي وسيلة لإدارة المخاطر، وليست وسيلة للمضاربة، وأن عقود الخيارات معدة لغرض إدارة المخاطرة.^(٤)

الرأي الثاني: أن عقود الخيارات معدة للمضاربة، ويرى أنصار هذا الرأي " أن المضاربة محل خلاف وجدل كثير، وأن أسواق الخيارات والمستقبليات لاقت نقداً عنيفاً

والطير الضوارب: التي تطلب الرزق، وهي مفاعلة من الضرب في الأرض والسير فيها للتجارة، ابن منظور، لسان العرب، ج ١/ ٥٤٣، والمضاربة: مشتقة من الفعل ضارب، ويقال (ضارب في السوق) أي اشترى في الرخص، وتربص حتى يرتفع السعر. المعجم الوسيط لمجمع اللغة العربية، مادة ضرب، ص ٥٥٧.

(١) عمر حسين، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، القاهرة، ط٤، ١٩٩١، ص ٤٤٠.

(٢) محمد عبدالحليم عمر - مجلة الاقتصاد الإسلامي - العدد ٢٠٥ لسنة ١٧-١٩٩٨، ص ٢٧.

(٣) محسن أحمد الخضري، كيفية تعلم البورصة في ٢٤ ساعة، دار **اينتر ك**، القاهرة، ط١، ١٩٩٦، ص ٤٦.

(4) Robert w. Kolb and games a overdahl financial derivatives Op. cit pp vii.

لأنشطتها المضاربية بأنها لا تتعدى كونها قماراً مقنناً^(١).

ويرى الباحث أن عقود الخيارات أنشئت بغرض المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار بين الشراء والبيع.

ثالثاً: هدف التحوط:

١- تعريف التحوط:

- التحوط هو (فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات)^(٢).
- وهناك تعريف آخر للتحوط : شراء أو بيع عقد أجل في مقابل شراء أو بيع سابق لكمية متساوية لنفس السلعة، أو كمية معادلة لسلعة أخرى، والتي تتحرك أسعاره في اتجاه مواز لها.^(٣)
- و تستخدم عقود الخيارات كأداة لإدارة المخاطر عن طريق التحوط الذي يسمح باستبدال أحد المخاطر القائمة بمخاطر جديدة بأقل تكلفة، وأكثر مرونة، كما أن استخدام عقود الخيارات يهدف إلى تقليل التعرض لنوع معين من أنواع المخاطر، مقابل التخلي عن بعض الفرص لتحقيق الأرباح، وإن استخدامها أيضاً يستوجب عدة خطوات نوجزها فيما يلي:

(١) عمر السيد علي ، دور المشتقات في الأزمة المالية العالمية (حلول وقائية وبدائل إسلامية لإدارة المخاطر)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة ، ص ٨.

(٢) اتحاد المصارف العربية، الهندسة المالية ، مطبوعات الاتحاد، ٢٠٠٥، ص ١٢ .

(٣) سمير رضوان، المشتقات المالية، ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، ط ١، ٢٠٠٥، ص ٣١٧.

المطلب الثاني

مفهوم الأزمات المالية وأشكالها

أولاً : مفهوم الأزمات المالية:

الأزمة المالية يمكن تعريفها بأنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية: حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف، وهذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.

كما تعرف الأزمة المالية: بأنها الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول والأموال، إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية، مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، وهي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو المخزون السلعي؛ مثل السهم وحسابات الادخار، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى المشتقات المالية. فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة؛ فإن ذلك قد يعنى إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها. وتأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، وقد يحدث هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار " فقاعة سعرية ". والفقاعة السعرية أو المالية أو فقاعة المضاربة كما يطلق عليها أحيانا هي: عبارة عن بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية، أو الحقيقية^(١).

وتأخذ الأزمات المالية عدة أشكال على النحو التالي :^(٢)

١- الأزمات المصرفية:

(١) د. أحمد يوسف الشحات: الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، القاهرة، دار النيل للطباعة، عام ٢٠٠١، ص ٢٢ - ٣٢.

(٢) I.M.F, Financial crises characteristics and indicators of vulnerability-y " world economic outlook, may 1998 p. 74 – 75.

تحدث الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، في حين أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه، ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومية، وبالتالي فإنه في حالة تخطي تلك النسبة نتيجة زيادة الطلب يصبح البنك غير قادر على الاستجابة لطلبات المودعين، ويحدث ما يسمى بأزمة السيولة، وإذا انتقلت تلك المشكلة إلى بنوك أخرى فسنكون في تلك الحالة أمام أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس؛ أي تتوفر الودائع، وترفض البنوك منح القروض؛ خوفاً من عدم القدرة على الوفاء بطلبات السحب، فإننا سنكون أمام ما يسمى بـ (أزمة الائتمان)^(١).

وتأخذ حالة عدم قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته أحد شكلين: فقد يعجز البنك عن تلبية التزامات مستحقة الأداء، على الرغم من أن التقييم الفعلي لأصوله يغطي جميع التزاماته، بما فيها حقوق المساهمين، وفي هذه الحالة يكون البنك في حالة نقص سيولة، وقد يؤدي ذلك إلى مسارعة المودعين بسحب ودائعهم، وهو ما ينتج عنه توقف البنك عن الدفع وتعثره. وقد تكون أصول البنك أقل من خصومه، وفي هذه الحالة إما أن يكون لدى البنك سيولة متوفرة، ويستطيع أن يفي بالتزاماته في أوقات الاستحقاق، ومن ثم تصبح الأزمة كامنة، ولا يمكن كشفها إلا من خلال البنك المركزي، وإما أن تكون السيولة اللازمة للوفاء بالتزاماته غير كافية، وبالتالي يكون البنك في وضع إفلاس، ويؤدي ذلك إلى انهياره^(٢).

٢- أزمات العملة وأسعار الصرف:

يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزون للقيمة؛ لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات^(٣)، وتحدث عندما يقع هجوم على قيمة العملة المحلية للدولة

(١) محمد عباس أحمد: "الأزمات والصدمات الاقتصادية - مدخل نظري"، المؤتمر السنوي الرابع عشر بعنوان: الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وأثارها على قطاعات الاقتصاد القومي، كلية التجارة، جامعة عين شمس في ١٢، ١٣ ديسمبر ٢٠٠٩، ص ٣٩٨.

(٢) د. محمود محمد عبد الحافظ: "مدى أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيرات العالمية"، المؤتمر السنوي السادس لإدارة الأزمات الاقتصادية في مصر والعالم العربي، كلية التجارة، جامعة عين شمس في ٢٧، ٢٨ أكتوبر ٢٠٠١.

(٣) د. عبد الله شحاتة: "الأزمة المالية - المفهوم والأسباب"، مقال متاح على الموقع الإلكتروني.

(غالباً عن طريق المضاربة)، وقد يدفع هذا السلطات النقدية إلى استنزاف نسب كبيرة من احتياطياتها الدولية، أو رفع أسعار الفائدة، حفاظاً على قيمة عملتها المحلية^(١).

٣- أزمات أسواق المال^(٢) :

تحدث العديد من الأزمات في أسواق رأس المال نتيجة ارتفاع أسعار الأصول بصورة غير مبررة، بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، وهو ما يعرف بظاهرة الفقاعة، ويحدث ذلك عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره، وليس بسبب قدرة الأصل على توليد الدخل، أو بفعل المضاربات، وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصول مسألة وقت؛ فعندما يكون هناك اتجاه قوى للبيع تبدأ أسعار الأصول في الهبوط، وتبدأ حالة الذعر في السوق، فتنهار الأسعار، ويحدث انخفاض حاد في مؤشرات البورصات، وينشأ ما يسمى بأزمة أسواق المال.

٤- أزمة الدين الخارجي:

وهي التي تحدث عندما تجد الدولة نفسها عاجزة عن خدمة ديونها الخارجية؛ من فوائد وأقساط، وذلك سواء أكان هذا الدين رسمياً أم كان تجارياً^٣. ومن أشهر تلك الأزمات أزمة المكسيك في عام ١٩٨٢ عندما أعلنت المكسيك عن توقفها عن سداد المديونية المستحقة عليها.

وتتسم الأنواع المختلفة للأزمات المالية بدرجة كبيرة من الارتباط فيما بينها، أو التتابع في بعض الحالات، كما يمكن أن تجتمع في آن واحد عوامل أو عناصر أزمات العملة، والأزمات المصرفية، وأزمات الديون .

(١) هبة محمود الطنطاوي: " الأزمات المالية المعاصرة - الأسباب والعلاج والدروس المستفادة " دراسة مقارنة:

رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، عام ٢٠٠٨، ص ٤٠.

(٢) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري "، ط ١، دار

النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠ م، ص ١٦.

(٣) هبة محمود الطنطاوي: " الأزمات المالية المعاصرة "، مرجع سابق، ص ٤١.

المطلب الثاني

أنواع الأزمات المالية وأسبابها ونتائجها*

أولاً : أزمة الكساد الكبير ١٩٢٩ :

تعتبر أزمة الكساد الكبير التي حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٩، وانتقلت منها إلى معظم بلدان العالم - سواء المتقدمة منها أو النامية - من أكثر الأزمات قتامة في التاريخ الأمريكي، وقد صنفت الثانية بعد الحرب المدنية في الولايات المتحدة، والتي تركت أثرا كارثية في كل نواحي الحياة^(١).

ويثبت حدوث تلك الأزمة في دولة تتبع نظام اقتصاد السوق، عملا بفكرة اليد الخفية، وعدم قدرة ذلك النظام على مواجهة الأزمة وإعادة التوازن، وقد أدى هذا إلى عجز ذلك النظام مما سمح للفكر الكينزي أن يظهر في تلك الفترة، ويثبت عدم قدرة الأسواق على إصلاح ما بها من خلل، وأنه لا بد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي^(٢).

(١): أسباب أزمة الكساد الكبير:

يرجع حدوث أزمة الكساد الكبير إلى عدة أسباب، أهمها:

(١) راجع بصفة أساسية في أزمة الكساد الكبير:

- murray N. " Rothbard, " America, S Great depress " Mises institute, Fifthn Edition 2000.

-Britannica "D. Rmer" Forthcoming in thrEncyclopaedia Britannica "December 20, 2003, passim

(١)Christina D-Romer" Forthcoming in the encyclopaediabritannica " december 20, 2003, passim.

(٢) د. جيهان جمال: " بركان الأزمة العالمية - إلى متى؟ " دار النهضة العربية، بدون سنة نشر، ص ٥٢ - ٥٧.

١- حدوث انحرافات في سوق الأوراق المالية : إذ كشفت الأزمة عن حدوث انحرافات في سوق الأوراق المالية، وقد اتخذت عدة مظاهر، منها: (١)

أ- البيع الصوري والمظهري: وهو أن يتم خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في حين أنه لا يوجد أي تعامل يذكر، مثل قيام شخص بالبيع الصوري لابنه أو أحد أفراد عائلته، وذلك بهدف إيهام المتعاملين بأن هناك تغيرات سعرية حدثت للورقة، وأنه يجري عليها تعاملًا نشطًا.

ب- الشراء بغرض الاحتكار: وهو أن يقوم شخص بشراء كل الكميات المعروضة من ورقة معينة بهدف احتكارها، وبيعها بالسعر الذي يحدده هو في المستقبل، وقد يكون التعامل في شراء الأسهم التي يتم بيعها على المكشوف، حتى يحتكر تداولها، ويرتفع سعرها، وفي ذلك الحين قد يطلب المقرض أسهمه لبيعها فيضطر المضارب أن يدخل السوق مشتريًا، وبالسعر الذي يحدده المحتكر.

ج- استغلال ثقة العملاء: وذلك بأن يقوم بإبرام صفقات نيابة عنهم، أو إقناعهم بإبرام صفقات ليست في مصلحتهم.

د- اتفاقيات التلاعب: والتي تتم بين سماسرة وعاملين في المنشآت التي لها أوراق متداولة، وقد يساعد أحد الأعضاء برأس المال، والآخر بالعمل؛ بهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية، وتأخذ تلك الاتفاقيات شكلين:

الأول: اتفاقيات المتاجرة: ويكون الهدف منها امتلاك أكبر قدر من أسهم منشأة، ويبدأ ذلك بقيام السماسر باستغلال ثقة العملاء ونصحهم بالتخلص من تلك الورقة، أو نشر إشاعات عن سوء حالة المنشأة، ويترتب على ذلك أن يزداد العرض، وتنخفض الأسعار، ويتدخل التنظيم بالشراء، وبعد امتلاك الأسهم تبدأ المرحلة الثانية، وهي بدء أعضاء التنظيم والعاملين بالمنشأة بنشر أخبار عن تحسن ملحوظ في أداء المنشأة، أو بإجراء بعض عمليات البيع الصوري والمظهري؛ فيعتقد أن هناك تعاملًا نشطًا على الورقة، فترتفع قيمتها السوقية، ويتجه التنظيم إلى بيع الورقة المالية.

(١) جيهان كامل محمد شبلي: "الأزمات الاقتصادية في أسواق المال الدولية، ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٠ م، ص ٨٢/٧٧.

الثاني: اتفاقيات الخيار: وفيها يتم إبرام صفقة يحصل بمقتضاها التنظيم على الحق في شراء كمية كبيرة من أسهم المنشأة مستقبلاً بالسعر الجارى للسهم وقت إبرام الصفقة، وذلك من خلال أحد أعضاء مجلس إدارة المنشأة، ومن خلال بعض المعلومات المضللة، وبعض البيوع الصورية والمظهرية، ويرتفع سعر الورقة المالية عندما يقوم التنظيم بتنفيذ حق الخيار. ومن هنا يتبين لنا دور المشتقات المالية في زيادة المضاربة، وإحداث الأزمة المالية عام ١٩٢٩^١، لذلك كان لعقود الخيارات دور في إحداث الأزمة المالية عام ١٩٢٩.

٢- ازدياد عمليات الشراء النقدي الجزئي، والتي يتجاوز فيها هامش الأمان نسبة ١٠%، في حين أن الشراء الجزئي عادة يكون بقرض بضمان محل الصفقة، وفي ظل تدهور الأسعار وأزمة السيولة، وعدم الثقة في إعادة التوازن للسوق تم اللجوء إلى تصفية صفقات الشراء النقدي الجزئي مما ترتب عليه زيادة المعروض؛ الأمر الذي زاد من تدهور الأسعار في ظلّ عدم التدخل من البنك المركزي، أو إدارة البورصة^(٢).

٣- الارتفاع المستمر للأسعار في البورصة قبل الأزمة؛ نتيجة وفرة المدخرات، وسهولة الاقتراض بغرض شراء الأوراق المالية، والتصريحات المتفائلة لكبار السياسيين والاقتصاديين ورجال الأعمال، وإغفال السوق ما نُشر من مؤشرات الإنتاج الصناعي المتواضعة^(٣). وقد ترتب على ذلك اتجاه شركات الائتمان الاستثماري إلى المضاربة بالأموال المقترضة، والتي نجحت في استقطابها من أندية القمار، والتي بلغ عددها ٧٥٠ ناديا عام ١٩٢٩ إلى جانب أموال جمهور البسطاء، كما زاد عدد المستثمرين الذين يمولون استثماراتهم من خلال الاقتراض؛ للاعتقاد بإمكانية السداد من خلال المكاسب التي يمكن تحقيقها من خلال المضاربة في البورصة، اعتمادا على التفاؤل السائد

(١) د. حمدى عبد العظيم، "اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم"، الناشر المؤلف، مكتبة المصرية للاقتصاد السياسي والأحصاء والتشريع، ٢٠١١م، ص ٢٢٣.

(٢) د. حمدى عبد العظيم، "اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم"، مرجع سابق، ص ٢٢٣.

- د. عماد صالح سلام: "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، أبوظبي للطباعة والنشر، ٢٠٠٢م، ص ٣٠٢.

(٣) د. عماد صالح سلام: "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، مرجع سابق، ص ٣٠٠-٣٠١.

حينها^(١)، حيث يذكر أنه في أكتوبر ١٩٢٩ وصل عدد أصحاب الأوراق المالية في الولايات المتحدة وفقا لإحصاءات لجنة التحقيق في الانهيار التابعة لمجلس الشيوخ الأمريكي حوالى ١.٥ مليون نسمة بما يعادل تقريبا ٥% من مجموع السكان، منهم ٦٠٠ ألف كانوا مدينين، وتم إفلاسهم^(٢).

٤- ضعف الميزان التجارى الأمريكى قبل حدوث الأزمة؛ حيث تراجعت الصادرات، وزادت الواردات، وانعكس ذلك سلبا على قيمة العملة الأمريكية، مقابل العملات القابلة للتحويل، وأثر ذلك على عوائد الأسهم والسندات فى البورصة الأمريكية، وأدى بالتالى إلى فقدان الثقة فى البورصة الأمريكية^(٣).

٥- سوء توزيع الدخل القومي، وتراكم الثروات لدى كبار المستثمرين والمالكين، والذى أدى إلى تراجع حجم الطلب الاستهلاكى لدى الفقراء، وقد ترتب عليه انخفاض حجم الاستهلاك الكلي في الاقتصاد^(٤)؛ حيث إن ٥% من الأفراد كانوا يستحوذون على ٣٠% من مجموع الدخل المتاح^(٥).

٦- زيادة الديون الزراعية فى الولايات المتحدة الأمريكية، والتي اتجه إليها المزارعون بهدف شراء وتحسين الأرض لزيادة المنتجات؛ استجابة لارتفاع الأسعار للسلع الزراعية خلال الحرب العالمية الأولى، وعند انتهاء الحرب، وانخفاض أسعار السلع الزراعية كان من الصعب على المزارعين أن يقوموا بسداد التزاماتهم، وقد تسبب عن ذلك حدوث فزع فى القطاع المصرفي، وفى حين أن الاحتياطي الفيدرالي لم يتدخل لإيقاف ذلك الفزع تم التدافع على البنوك لسحب إيداعاتهم، مما ترتب عليه نقص

(١) د. حمدى عبد العظيم، "اقتصاديات البورصة فى ضوء الأزمات والجرائم"، مرجع سابق، ص ٢٢٤.

(٢) د. عماد صالح سلام: "إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، مرجع سابق، ص ٣٠٢.

(٣) د. حمدى عبد العظيم، "اقتصاديات البورصة فى ضوء الأزمات والجرائم"، مرجع سابق، ص ٢٢٥.

(٤) حسين عبد الجليل آل غزاوى: "حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح فى المعلومات المحاسبية"، رسالة ماجستير - كلية الإدارة والاقتصاد - الأكاديمية العربية - الدانمارك، ٢٠١٠ م، ص ١٦.

(٥) د. حمدى عبد العظيم، "اقتصاديات البورصة فى ضوء الأزمات والجرائم"، مرجع سابق، ص ٢٢٥.

المعروض النقدي، حيث انخفض عرض النقود خلال الفترة من ١٩٢٩، وحتى ١٩٣٣ بنسبة ٣١%^١.

٧- تزايد الاستثمارات العقارية في منتصف عشرينيات القرن العشرين، خاصة في قطاع البناء والتشييد، حتى أصبحت المباني تكفي لضعف السكان، وقد أدى ذلك العرض الزائد إلى انخفاض حاد في أسعارها، وانكماش في عام ١٩٢٨، ١٩٢٩.^٢

(٢): الآثار المترتبة على أزمة الكساد الكبير:

كان تأثير الكساد الكبير مدمرا على أغلب دول العالم، سواء الغنية منها أو الفقيرة؛ فقد انخفضت التجارة العالمية ما بين النصف والتلثين، وانخفض متوسط الدخل الشخصي، والأسعار، وتوقفت أعمال التنمية تقريبا في معظم دول العالم^٣؛ ففي الولايات المتحدة انخفض الناتج الصناعي بنسبة ٤٧%، وانخفض الناتج القومي الإجمالي بنسبة ٣٠%، وانخفض مؤشر الأسعار الإجمالية بنسبة ٣٣%، كما زادت معدلات البطالة لتصل إلى ٢٠%، كما اضطرت البنوك الدائنة إلى انتزاع الملكيات للأراضي المقدمة كرهون، أو ضمانات للقروض التي حصل عليها المقترضون، وبيعها بأسعار منخفضة لم تكف حصيلة البيع، وتمت الاستدانة بالقروض كاملة، كما انخفض حجم الودائع لدى البنوك بنسبة ٣٣%، وانخفضت قيم العملات الرئيسية بما يتراوح بين ٥٠% إلى ٨٤%^(٤).

٢- كما ارتفعت معدلات الفقر؛ حتى أصبحت عائلات بأكملها تنام في أكواخ من الكرتون، وتبحث عن الطعام في مخازن الأوساخ والقمامة، وكان أكثر من خمس الأطفال يعاني من سوء التغذية حسب ما سجلته دائرة الصحة في نيويورك^(٥).

(١) Cheistina D. Romer, OP. Cit, Passim

(٢) حسين عبد العظيم آل غزاوي: "حوكمة الشركات وتأثيرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية"، مرجع سابق، ص ١٩.

(٣) هيثم يوسف: "كينز والكساد الكبير: قراءة في أزمة ١٩٢٩ والأزمة الحالية"، برنامج دكتوراه الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، د ٠ ت، ص ٥.

(٤) د. حمدي عبد العظيم، "اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم"، مرجع سابق، ص ٢٢٧.

(٥) هيثم يوسف: "كينز والكساد الكبير: قراءة في أزمة ١٩٢٩ والأزمة الحالية"، مرجع سابق، ص ٥.

(٣) إجراءات مواجهة أزمة الكساد الكبير:

كان النظام الاقتصادي الكلاسيكي يفتقد إلى نظرية عن حالات الكساد، وذلك لاستبعاد وجود أسباب تؤدي إلى الكساد، وعلى أساس استبعاد وجود الكساد كانت النتيجة أنه لا يوجد لديهم علاج للكساد، لذلك عندما وقع الكساد كان موقف الاقتصاديين المؤمنين بالتراث الكلاسيكي - وهم كل الاقتصاديين تقريبا - التزام الصمت والترقب والانتظار، وهو الأمر السائد، حتى إن اثنين من كبار الاقتصاديين، وهما جوزيف شومبيتر، وليونيل روبنز بادرا بدعوة إلى عدم فعل أي شيء، وذهبا إلى أن الكساد لا بد أن يُترك حتى ينتهي من تلقاء نفسه، وقال شومبيتر: إن الانتعاش لا يكون صحيحا إلا إذا جاء من تلقاء نفسه، وخلال الفترة المتبقية من حكم هوفر كانت السياسة الاقتصادية تتبع الرؤية الكلاسيكية، وكانوا يتوقعون حدوث الانتعاش^(١). وكان نتيجة ما تقدم أنه عند وقوع أزمة الكساد تأخرت الإجراءات التي كان من الواجب اتخاذها لمواجهة الكساد؛ فتفاقت الأوضاع، وتأخر خروج الاقتصاد من حالة الكساد، وتقتضي إجراءات المواجهة القضاء على الأسباب التي أدت إلى الأزمة، بالإضافة إلى علاج الخلل والآثار الناجمة عن حدوثه.

وكان يُعتقد أن الأسباب الرئيسية للكساد هي: العمل بمعيار الذهب، والانكماش النقدي الذي أدى إلى انخفاض الطلب الكلي، وبالتالي انخفاض الأسعار، لذلك كان من الطبيعي أن يكون العلاج من خلال هجر معيار الذهب والتوسع النقدي، وذلك لتنشيط الطلب الكلي، والعمل على رفع الأسعار، ولوحظ أن البلدان التي هجرت معيار الذهب مبكرا حصلت على علاج مبكر من الأزمة، مثال ذلك بريطانيا، والتي هجرت معيار الذهب عام ١٩٣١، وقد حصلت على علاج مبكر نسبيا، وكذلك دول أمريكا اللاتينية، مثل البرازيل والأرجنتين والتي خفضت قيمة عملتها في عام ١٩٢٩ كان الكساد فيهما معتدلا، أما الولايات المتحدة الأمريكية التي لم تخفض إلا في ١٩٣٣ فقد تأخرت في التخلص من تبعات الأزمة^(٢).

وفى خلال فترة الكساد صدر العديد من التشريعات لتنظيم التعامل في سوق الأوراق المالية؛ ففي الولايات المتحدة أنشئت لجنة الأوراق المالية والبورصات في عام

(١) جون كينيث جالبريث: " تاريخ الفكر الاقتصادي - الماضي صورة الحاضر "، ترجمة أحمد فواد بليغ، سلسلة عالم المعرفة - الكويت - يناير ١٩٧٨، ص ٢٠٩ وما بعدها.

(٢) Barry Eichengreen and Douglas A.Irwin "the slide to protectionism in the great Depression: who succumbed and why? NBER workingpaper no. 15142 july 2009. passim - Christina D.. Ran OP. Cit, Passim



١٩٣٤ لهذا الغرض، قبل ذلك صدر عام ١٩٣٣ قانون المصارف المعروف باسم قانون (جلاس ستيجال)، والذي أنشأ التأمين على الودائع فى الولايات المتحدة الأمريكية، وحظر على المصارف الاكتتاب والتعامل فى الأوراق المالية^(١).

ثانيا : أزمة يوم الإثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ وانهيار البورصات :

خلال الفترة السابقة على انهيار البورصات عام ١٩٨٧؛ ارتفعت الأسعار فى أسواق الأسهم بصورة كبيرة تجاوزت بكثير نمو الأرباح، وقد ساعد فى تلك الزيادة تدفق مستثمرين جدد إلى سوق الأوراق المالية خلال فترة الثمانينات من القرن العشرين، مثل صناديق المعاشات، مما زاد الطلب وأدى إلى ارتفاع الأسعار، وكذلك المعاملات الضريبية، مثل خصم الفوائد المجمعة للديون الناشئة عن تمويل عمليات الشراء للشركات؛ مما أدى إلى وجود عدد كبير من الشركات المسيطرة، كما أدى كذلك إلى ارتفاع الأسعار^(٢)،^(٣).

كما أدى عدم حدوث هزات عنيفة فى البورصات خلال الفترة من ١٩٤٥ وحتى عام ١٩٨٧ إلى خلق انطباع بعدم تكرار ما حدث فى عام ١٩٢٩، وكان ذلك أيضا من العوامل التى أدت إلى اتجاه العديد من المستثمرين إلى الاستثمار فى بورصات الأوراق المالية^(٤).

(١) أسباب انهيار البورصات فى أكتوبر ١٩٨٧ :

تعددت التفسيرات لشرح سبب حدوث أزمة أكتوبر وانهيار البورصات، ونعرض لتلك التفسيرات والأسباب على النحو التالى:

(١) Christina D. Romer, OP. Cit, Passim

(٢) د. عماد صالح سلام: " إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة "، مرجع سابق، ص ٣٠٥، ٣٠٦.

(٣) Mark Carlson "A brief history of the 1987 stock market crash with a discussion of the Federal Reserve Response" (FEDS) Fed. 2007 – P 3

(٤) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري "، مرجع سابق، ص ٢٦.

١- الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المستثمرين؛ حيث إن صدور موجة من أوامر البيع تتبعها موجات أخرى من أوامر البيع، وكذلك صدور موجة من أوامر الشراء، تتبعها موجات أخرى من أوامر الشراء، وبذلك لا تخرج أزمة أكتوبر ١٩٨٧ عن كونها سلسلة من التصرفات غير الرشيدة، فموجة أوامر البيع الأولى دفعت السوق نحو المزيد من أوامر البيع، مما انتهى إلى حدوث هبوط شديد في الأسعار وحدثت الأزمة^(١).

إلا أن هذا التفسير لحدث الأزمة تعرض للنقد من قبل البعض^(٢)؛ من قبيل افتراضه عدم الرشد للمتعاملين في الأسواق المالية، والتي غالبا ما تتكون من مؤسسات مالية متخصصة تنسم بالرشد، والتي في حالة ما إذا قام بعض المتعاملين في السوق من قبلي الخبرة ببيع ما لديهم لاستغلال غيرهم من المستثمرين المتسمين بالرشد ذلك، وبالتالي سوف يتوقف التدهور في الأسعار، ولكن لم يحدث ذلك، فقد استمر انخفاض المؤشرات لحوالي أربعة أشهر، ودون مستوى ما قبل الأزمة.

٢- الأزمة تعتبر تصحيحا لأوضاع سابقة؛ حيث إن مستويات أسعار الأسهم في السوق قبل الأزمة كانت أعلى بكثير مما ينبغي أن تكون عليه^(٣)؛ فقد ارتفعت الأسعار خلال ستة

(١) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري " ، مرجع سابق، ص ٢٨ - جيهان كامل محمد شلبي: " الأزمات الاقتصادية في أسواق المال الدولية ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية "، مرجع سابق، ص ٨٩ - ٩٠.

(٢) R. Roll, " the international crash of October 1987 " financial analysts journal (vol. 99, SRP. Loc. 1988), P. 27.

د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨)، وتداعياتها على الاقتصاد المصري "، مرجع سابق، ص ٢٩.

(٣) W. jahnke, "the crash of 87,financial analysts journal (vol.43. nov / dec 1987), PP. 6-9



الأشهر التي سبقت الأزمة بما يعادل ٤٢%^(١)، وبذلك فإن الانخفاض الذي حدث ما هو إلا تصحيح للأوضاع؛ غير أن هذا التفسير تعرض للنقد من عدة أوجه، منها^(٢):

أ- أن هذا التفسير يتعلق بالولايات المتحدة، ولم يفسر الانخفاض الذي تعرضت له الأسعار في باقى أسواق العالم، مع الوضع فى الحساب أن بواذر حدوث الأزمة ظهرت فى أسواق دول أخرى قبل أن تفتح البورصة الأمريكية أبوابها يوم ١٤ أكتوبر ١٩٨٧.

ب- أنه لم يحدث أن تم اكتشاف أن الأسعار كان مبالغاً فيها قبل حدوث الأزمة، كما أنه لا يوجد من يستطيع أن يجزم بأن السعر السائد لسهم ما يعكس بدقة قيمته الحقيقية، وبالتالي ليس من المقبول الذهاب إلى أن الأزمة كانت تصحيحاً لأوضاع سابقة.

ج- أنه بعد بضعة شهور من الأزمة ارتفعت الأسعار لتعود إلى ما كانت عليه قبل حدوثها، ثم أخذت فى الارتفاع، مما يعنى أن الأزمة لم تكن تصحيح وضع الأسعار.

٣- الأزمة هى انعكاس لمعلومات عن بعض المتغيرات الاقتصادية فى الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تتمثل فى تردد متوقع فى الأوضاع الاقتصادية نتيجة ارتفاع العجز فى موازنتها العامة، وتفاقم العجز فى الميزان التجارى، وميزان المدفوعات خلال عام ١٩٨٧، والخوف من أثر ذلك على انخفاض قيمة الدولار وارتفاع أسعار الفائدة، كما أن قرار ألمانيا برفع أسعار الفائدة على إثر توقيع اتفاقية اللوفر فى يناير ١٩٨٧ بين الدول الصناعية السبع الكبرى، والتي بمقتضاها تم ربط عملات هذه الدول بسعر محدد بهدف الحفاظ على سعر عملاتها - زاد من احتمالات قيام الولايات المتحدة برفع أسعار الفائدة، هذا إلى جانب التقارير التي توقعت حدوث هبوط فى إنتاجية المنشآت، وكذلك الخوف من تورط الولايات المتحدة فى حرب الخليج بين العراق وإيران، غير أن هذا التفسير تعرض للنقد؛ حيث إن أسعار الفائدة قد ارتفعت فى فترات معينة حتى اقتربت من ٢٠%، وكذلك حدوث تذبذب فى قيمة الدولار، وتدخلت الولايات المتحدة عسكرياً فى حرب الخليج الثانية، ولم يترتب على ذلك أن انخفضت أسعار الأوراق المالية فى

(١) Bernstein, P. " A simple story " Financial analysts journal (vol. 43, Nov. Dec. 1987), P. 11.

(٢) د. عماد صالح سلام: " إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة "، مرجع سابق، ص ٣٠٩، ٣١٠. وانظر أيضاً جيهان كامل محمد شلبي: " الأزمات الاقتصادية فى أسواق المال الدولية ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٩٤ - ٩٥.

الولايات المتحدة مثلما حدث في تلك الأزمة، كما أنه ليس من الضروري ورود معلومات متشائمة لكي تنخفض الأسعار، فورود معلومات عن مؤشرات لأحوال اقتصادية أقل ازدهارا من شأنها أن تُحدث انخفاضا كبيرا في الأسعار^(١).

٤- البدء في بيع المؤسسات الحكومية، وتحويلها إلى قطاع خاص في كل من بريطانيا وأمريكا، واكتفاء الدولة بمراقبة الاقتصاد، وكذلك ارتفاع معدلات البطالة في الولايات المتحدة من ٥,٨% عام ١٩٧٩ إلى ٧,٢% عام ١٩٨٥، وذلك بسبب توجه الشركات الإنتاجية سعيا وراء ارتفاع الأرباح، والذي أدى إلى تخفيض العمل الإنتاجي، كما أن قيام الولايات المتحدة بتخفيض معدل التضخم من ١١,٣% عام ١٩٧٩ إلى ٤,٣% عام ١٩٨٤ وبتكلفة سنوية بلغت ٢٦٥ مليار دولار، أي بتخفيض الناتج ٢٦٥ مليار دولار، والذي ترتب عليه توجه الأموال نحو المضاربة في أوروبا خارج الحدود الوطنية، وقد زاد ذلك أيضا من حجم البطالة، وبدأت حالة من التشاؤم لدى الأمريكيين عام ١٩٨٦ حول عدم قدرة السياسة الاقتصادية على معالجة عجز الموازنة والعجز التجاري، وتحول المضاربون لشراء سندات الخزانة الأمريكية، والذي أثر على المضاربة بالأسهم، وأسهم في حدوث الأزمة^(٢).

٥- الأزمة هي نتيجة للأساليب المستحدثة للتجار في السوق الأمريكي، مثل أسلوب المتاجرة بالحزمة، ومراجعة مؤشر الأسهم، وتأمين المحفظة، بالإضافة إلى سوق العقود المستقبلية وعقود الخيارات، والذي بدأ نشاطه عام ١٩٧٣، وقد تعرض ذلك التفسير للنقد؛ حيث أجريت دراسة لقياس التغيير في الأسعار خلال الفترة من (١٩٣٣ – ١٩٨٩)، وتبين من خلالها أن الفترة التي تلت استخدام تلك الأساليب في المتاجرة لم تكن تشهد تقلبات أكثر من سابقتها، ففي خلال فترة الثلاثينات والتي خلت من تلك الأدوات في المتاجرة كانت قد شهدت تقلبات عنيفة في الأسعار^(٣)، كما أنه لو كانت الأساليب

(١) راجع في ذلك: د غزال العوسى: "أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري"، مرجع سابق، ص ٢٩ - ٣٠، وانظر أيضا د. عماد صالح سلام: "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، مرجع سابق، ص ٣١٠، وانظر أيضا جيهان كامل محمد شلبي: "الأزمات الاقتصادية في أسواق المال الدولية ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص ٩٥ - ٩٧.

(٢) حسين عبد الجليل آل غزاوي، مرجع سابق، ص ٢٠ - ٢١.

(٣) M, Gerety and J. mulherin, " Patterns in Intraday Stock Market Volatility: Past 8 present" Financial Analysts journal (VOL. 47, Sep/oct 1991)



الحديثة في الاتجار هي سبب الأزمة؛ فإن المتوقع أن يكون هناك تباين في نسب الانخفاض حسب درجة استخدام الأسواق لتلك الأساليب^(١)؛ لذا يرى البعض أن أقصى ما يمكن توجيهه إلى سوق العقود وأساليب التجارة المستخدمة أنها أسهمت في سرعة الانهيار^(٢).

٦- يعتقد البعض أن الأزمة نتيجة أنظمة العمل التقليدي في السوق الأمريكية، مثل انخفاض تكلفة المعاملات وهامش الوقاية في البيع النقدي الجزئي، وآلية إزالة الخلل بين العرض والطلب، ونظام المتخصصين ودورهم في إزالة الخلل بين أوامر البيع والشراء والمزاد المستمر، واستخدام الحاسوب في تنفيذ الصفقات، وصعوبة الحصول على المعلومات أثناء الأزمة، والذي ساعد في عدم التيقن، وكذلك سيكولوجية المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وسلوك القطيع^(٣)؛ إلا أنه لا يوجد دليل يؤكد مسؤولية ذلك عن حدوث الأزمة^(٤).

لذلك فإن هناك من يرى أن سبب الأزمة لا يرجع إلى الولايات المتحدة وحدها، وإنما يرجع إلى متغيرات لها صفة العالمية؛ ولكن لم يحدد ما هي تلك المتغيرات

(٢) الآثار المترتبة على أزمة أكتوبر ١٩٨٧^(٥) :

(١) A. Meltzer, " overview ", in R. Kamphuis, R. Kormendi and J. welsonCeds. Black mondag and theheture of thehiracialmerhels (illinois: Dow Jones- Irwin 1989) P. 17

(٢) J. hilland F. Jones, " Tquity Trading, Program Trading, Computer Trading and outhat", Financiol Analysts Jourral(VOL 99, July / Aug. 1988), P. 36.

(٣) د. عماد صالح سلام: " إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة "، مرجع سابق، ص ٣١٢.

- Mark Cartson, OP. cit, 11 - 17

- Robert J. Shiller " inverter Behavior in the October 1987 stock market crash: survey Evidence, NBER working paper tt 2446 november 1987 P. 16

(٤) د. عماد صالح سلام: " إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة "، مرجع سابق، ص ٣١٢.

(٥) راجع في ذلك كلاً من: د. عماد صالح سلام: " إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة "، مرجع سابق، ص ٣٠٦ - ٣٠٨، د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري "، مرجع سابق، ص ٢٦ - ٢٧.

كانت آثار الأزمة المالية فى أكتوبر ١٩٨٧ كارثية على أغلب بورصات العالم، ففى الأسواق الأمريكية، وخلال الفترة من ١٤ أكتوبر وحتى ١٩ أكتوبر بلغ الانخفاض فى الأسعار أكثر من ٣٠%، وكانت الخسائر فى يوم الإثنين ١٩ أكتوبر فقط أكثر من ٥٦٠ مليار دولار، فيقدر حجم الخسائر فى ذلك اليوم بضعف ما خسره مؤشر داو جونز عام ١٩٢٩.

(٣) إجراءات مواجهة أزمة البورصات فى أكتوبر عام ١٩٨٧ :

لعلاج الأزمة فى الولايات المتحدة تم وقف التعامل على العديد من الأسهم المتداولة فى بورصة نيويورك وسوق الخيارات والعقود المستقبلية، كما تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها^(١)، كما قام بنك الاحتياطي الفيدرالى بعدة خطوات لعلاج الأزمة، من خلال إعلانه عن التزامه بتوفير أى كميات من السيولة، أيا كان حجمها، مما دعم المعنويات للمتعاملين، وقام بتعزيز السيولة من خلال القيام بعمليات السوق المفتوحة، وخفض نسب الاحتياطي لدعم السيولة لدى البنوك، وحث البنوك على منح الائتمان للسماسرة والمتعاملين فى سوق الأوراق المالية من خلال تسهيل عمليات فتح الائتمان؛ لكى تتعامل البنوك بمرونة مع زبائنها^(٢)؛ كما قام بنك الاحتياطي الفيدرالى كذلك بتخفيض معدل الفائدة، كما فعلت ذلك أيضا البنوك المركزية فى بريطانيا وفرنسا وألمانيا واليابان؛ من أجل دعم البورصات^(٣).

كما قامت أغلب الدول الكبرى بتقوية نظم الرقابة على الأسواق المالية خاصة أسواق العقود الآجلة، وسنت تشريعات لتنظيم العمل بها، خاصة فى مجال الضمانات المالية فى الأسواق الآجلة، ووضع قواعد للتسعير فى حالة التغيرات الجامحة فى الأسعار، ووضع ضوابط لاستخدام برامج المتاجرة الحديثة^(٤).

ثالثا: الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ :

(١) د. عماد صالح سلام: " إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة "، مرجع سابق، ص ٣١٢.

(٢) Mark Carlson, Op. cit P. 22

(٣) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصرى "، مرجع سابق، ص ٣٥.

(٤) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصرى "، مرجع سابق، ص ٣٥.

في عام ١٩٧٧ تم سنّ قانون في الولايات المتحدة الأمريكية ينص على إمكانية حصول البنوك والمؤسسات المالية على ضمانات لودائعها المالية من الهيئة الفيدرالية للتأمين على الودائع، إذا قامت بتقديم القروض إلى الأسر الأمريكية ذات الدخل المتواضعة^(١)، وفي أواخر عهد الرئيس الأمريكي كلينتون، وبداية عهد بوش كان الاقتصاد الأمريكي قد أشرف على انتهاء دورة النمو الاقتصادي، ودخوله في مرحلة انكماش، ولتفادي ذلك قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بخفض أسعار الفائدة لتفادي الانكماش، وتوافق ذلك مع برنامج الرئيس الأمريكي بوش الذي كان يدعو فيه الشعب الأمريكي إلى مجتمع التملك؛ باعتبار أن امتلاك الفرد منزلاً هو جزء من التراث الأمريكي، وقام من أجل ذلك بخفض كبير في الضرائب، فتوسعت البنوك في الإقراض لبناء المنازل^(٢).

وكانت تلك السياسة غاية في الخطورة؛ لما ترتب عليها من ممارسات خاطئة، سواء من قبل الأفراد أو الشركات الاستثمارية أو البنوك^(٣)، فمن جانب الأفراد فقد توجهت ملايين الأسر الأمريكية للاقتراض من البنوك لشراء المنازل والوحدات السكنية، بضمان رهن العقار، وتزايدت حالات العجز عن الوفاء بالديون؛ بسبب ترك العمل أو غيره، فخلال تسعة الأشهر الأولى من عام ٢٠٠٨ ترك ٧٥٠ ألف مدين للبنوك الأمريكية عملهم، وربما كان ذلك بدافع الحصول على تأمين البطالة، وكان هناك حالة من الكسل تجاه تسديد الديون، وعدم مراعاة حقوق الآخرين دون خوف من القانون، وفي تلك الحالة كان العقار يعود للبنك، وقد نزلت قيمته؛ أما في حالة ارتفاع قيمة العقار فكان يتم الاقتراض بضمان رهن العقار مرة أخرى؛ بغرض تمويل الاستهلاك، مما ترتب عليه مضاعفة الديون، وتحميل العقار الواحد رهنين، والعجز عن الوفاء بالدين في النهاية أيضاً.

ويهدف الاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة تم إنشاء شركات استثمار وهمية بهدف الحصول على القروض الميسرة، وإعادة الإقراض بسعر فائدة أعلى، كذلك فقد تم إنشاء شركات استثمار وهمية بهدف الحصول على القروض الميسرة، وإعادة الإقراض بسعر فائدة أعلى، كذلك فقد تم إنشاء شركات عديمة الخبرة، كما هو الحال في كثير من شركات

(١) د. حمدي عبد العظيم: "اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم"، مرجع سابق، ص ٢٦٥.

(٢) د. إسماعيل شلبي: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وموقف المنهج الإسلامي منها"، يناير عام ٢٠١٠، ص ٣٦ - ٣٧.

(٣) د. سعد الدين مسعد الهلالي: "الأزمة المالية وحلول إسلامية - كتاب الجمهورية - نوفمبر عام ٢٠٠٨، ص ١٢ - ١٤.

الاستثمار العقاري، التي قامت ببناء المنازل والوحدات السكنية أكثر من حاجة السوق، فارتفعت ديون تلك الشركات نتيجة تأخيرها في سداد حصص الديون. كما قامت شركات الاستثمار الكبرى في الولايات المتحدة بالحصول على قروض كبيرة واستثمارها خارج الولايات المتحدة في دول شرق آسيا والمكسيك؛ سعياً وراء الأرباح، وفي سبيل حصول تلك الشركات على أكبر قدر من الأرباح، وفي سبيل حصول تلك الشركات على أكبر قدر من تلك القروض منخفضة الفائدة فقد بلغت في تقويم أموالها. أما البنوك فقد أسهمت بعض ممارساتها الخاطئة إلى جانب ضعف الرقابة الائتمانية في زيادة خطورة السياسة التي تبناها بوش.

أولاً: أسباب الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ :

تضافرت عدة عوامل مع بعضها لتنتج أسوأ انهيار مالي منذ أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩، ونعرض لأهم العوامل التي تسببت في حدوث هذه الأزمة على النحو التالي:

- التوسع في القروض العقارية وتوريق الديون:

منذ عام ٢٠٠٠ أخذت أسعار أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بالارتفاع في جميع أنحاء العالم، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، وأصبح شراء العقارات أرباح أنواع الاستثمار، في الوقت الذي تتعرض فيه الأنشطة الأخرى للخسارة حتى الاستثمار في التكنولوجيا الحديثة، وقام الأمريكيون أفراداً وشركات بشراء العقارات، سواء بهدف السكن أو المضاربة أو الاستثمار طويل الأجل^(١)، وخلال الفترة من ٢٠٠٥ وحتى عام ٢٠٠٨ توسعت شركات التمويل العقاري في منح القروض العقارية، والتي بلغت في بعض الحالات ١٠٠% من قيمة العقار المشتري، دون دراسة للتأكد من قدرة المشتري على السداد^(٢).

وفي ظل المراهنة على استمرار ارتفاع أسعار العقارات لسنوات مقبلة قامت البنوك بخفض معايير الإقراض، فمنحت الائتمان لأفراد وشركات لا يمتلكون سجلاً ائتمانياً^(٣)،

(١) د. جيهان جمال: " بركان الأزمة العالمية - إلى متى؟"، مرجع سابق، ص ١٠٩.

(٢) د. لمياء محمد المغربي: " الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على مصر: الأسباب الرئيسية للتداعيات الاقتصادية إستراتيجيات المواجهة " مجلة مصر المعاصرة - العدد ٥٠٢ أبريل عام ٢٠١١، القاهرة، ص ١٣٨.

(٣) د. إسماعيل شلبي: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وموقف المنهج الإسلامي منها" مرجع سابق، ص ٩٤.

وكان المهم هو تحقيق الأرباح على المدى الطويل، فمنحت قروضا للرهن العقاري Subprime لسنوات من ٤٠ إلى ٥٠ سنة، وكان يوجه هذا النوع من القروض فى المقام الأول للعمال الفقراء، ويقدر عدد الأمريكيين الذين حصلوا على قروض إسكان Subprime بـ ٢٥%، وكان الحصول على القرض يقتضى فقط ملء نموذج يصرح فيه عن دخله، ويكتفى البنك بذلك، ولكن كان على البنك أن يتحقق من الدخل، وكان المفترض لتفادي ذلك أن يزور موقع شركة على الإنترنت مقابل رسوم ٥٥ دولارا، ويحصل على وظيفة مقابل مستقل، ويعطونه إشعارا بالراتب، ويكون ذلك دليلا على الدخل يسهل عليه الاقتراض.

وفى ظل تلك الظروف حصل الجميع على القروض، ولكن بمعدلات فائدة متغيرة، وغير مرتفعة خلال أول سنتين، بعد ذلك ترتفع بصورة كبيرة، وكان من شروط القروض أنه فى حالة عدم سداد فوائد القسط لمرة واحدة كانت تؤخذ فوائد القسط ثلاثة أضعاف عن الشهر الذى لم يتم سداده، فضلا عن وجود بنوك تربط أسعار الفائدة على قروض الرهن العقاري، وأسعار فائدة البنك المركزي^(١).

ومع اتجاه بنك الاحتياطي الفيدرالى الأمريكى لرفع أسعار الفائدة من ١% عام ٢٠٠٤ إلى ٤.٥% عام ٢٠٠٦ ترتب على ذلك زيادة أعباء سداد أقساط وفوائد القرض، والذى ترتب عليه فى النهاية قيام البنوك بنزع ملكية العقارات، ومحاولة بيعها فى السوق، ونظرا لزيادة المعروض من العقارات، وفى ظل حالة الفزع بالأسواق انخفضت أسعار العقارات، وأدى ذلك إلى عجز البنوك عن توفير السيولة لسداد التزاماتها، وقاد ذلك إلى إفلاس العديد منها^(٢).

حيث قامت البنوك بتجميع الديون العقارية وتوريقها وتحويلها إلى سندات يتم تداولها فى الأسواق المالية العالمية، ولأن تلك الديون أغلبها رديئة ارتفعت حالات عدم الوفاء بالديون، مما أدى إلى انخفاض قيمة تلك السندات المدعمة بأصول عقارية، فقد انخفضت السندات المدعمة بأصول عقارية فى السوق الأمريكية بأكثر من ٧٠%، وقد قام حاملو تلك السندات العقارية بالتأمين على تلك السندات لدى شركات التأمين، ومع اندلاع الأزمة وزيادة المطالبات لشركات التأمين من قبل حاملي تلك السندات لتغطية خسائرهم نتج عن

(١) د. جيهان جمال: " بركان الأزمة العالمية - إلى متى؟ " مرجع سابق، ص ١٠٩ - ١١٣.

(٢) د. حمدى عبد العظيم: " اقتصاديات البورصة فى ضوء الأزمات والجرائم "، مرجع سابق، ص ٢٧٣ - ٢٧٤.



ذلك أن تكبدت أكبر مؤسسات الرهن العقاري خسائر فادحة، وتدخلت الحكومة لإنقاذها من خلال التأميم^(١).

٢- العولمة المالية، ونمو القطاع المالي، وازدياد حدة المضاربات في المشتقات المالية، وخاصة عقود الخيارات.

وقد أدت زيادة التكامل المالي بين أسواق المال الدولية منذ ثمانينات القرن الماضي وما لحق بالأسواق من تحرير كافة القيود التي تزد على التعاملات في تلك الأسواق، بالإضافة إلى التقدم التكنولوجي الهائل في مجال الاتصالات والمواصلات والمعلوماتية - إلى الاتجاه نحو زيادة التجارة في الأصول الدولية، وبدأ التوسع الفعلي في تسعينات القرن الماضي، وكان نتيجة تلك التحولات في النظام المالي العالمي أن تحول الادخار العائلي من البنوك إلى صناديق الاستثمار والمعاشات؛ فخلال الفترة بين عام ١٩٧٧ وحتى ديسمبر ٢٠٠٧ هبطت أصول مؤسسات الودائع من ٥٦,٩% من إجمالي أصول القطاع المالي إلى ٢٣,٧%، وارتفعت أصول صناديق المعاشات والاستثمار من ٢١% إلى ٣٧,٨% خلال نفس الفترة، ولذلك ارتفع إجمالي أصول مؤسسات الرهن العقاري المدعومة من الدولة، وصناديق التحوط من تريليون دولار إلى ٧,٦ تريليون دولار خلال نفس الفترة.

وعقب انهيار مؤشر التكنولوجيا المتطورة ناسداك عام ٢٠٠٠ نتيجة التلاعب في سجل حسابات الشركات والتوقعات الوهمية بالنسبة لقدرة الإنترنت على إحداث نمو اقتصادي غير محدود - انتقلت رؤوس الأموال المضاربة إلى سوق العقارات، ومع قيام البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة بين عامي (٢٠٠١، ٢٠٠٣) من ٥,٦% إلى ١% لإبقاء الاقتصاد بعيدا عن الركود عقب فقاعة دوت كوم (انهيار مؤشر ناسداك)^(٢) تمت عمليات إقراض ضخم لغرض المضاربة والاستهلاك، لا الاستثمار المنتج، وبذلك اعتمد القطاع المالي والعقاري في أمريكا حتى عام ٢٠٠٦ بشكل كامل على المضاربة، وليس على

(١) د. إسماعيل شلبي: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وموقف المنهج الإسلامي منها"، مرجع سابق، ص ٢٠١، وانظر أيضاً
د. غزال العوسى: "أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري"، مرجع سابق، ص ٧١.

(٢) أ. د. عبد الفتاح الجبالي: "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد المصري" مرجع سابق، ص ١٥ - ١٨.

الاقتصاد الحقيقي، وأصبح الطابع العام للاقتصاد هو السعي لجني الأرباح الهائلة من خلال المضاربة والمجازفة من خلال مؤسسات مالية تعرف بصناديق التحوط، والتي تضم في عضويتها الأثرياء فقط، بدفع كل فرد منهم رسوم اشتراك مليون دولار كحد أدنى، ويصل عدد المشاركين في الصندوق ٥٠٠ مشترك كحد أقصى، ويصل أجر مدير الصندوق إلى ١ : ٢ % من قيمة الأصول ، ٢٠% من الأرباح، وفي عام ٢٠٠٥ قدر عدد صناديق التحوط التي يزيد رأس مال الواحد منها على مليار دولار بنحو ١٩٦ ، وبمجموع أصول ٧٤٣ مليار دولار، وزادت تلك الأصول ٤٤٢ مليار دولار عام ٢٠٠٦، أي بزيادة قدرها ٩٤% ، وقدرت أصول صناديق التحوط خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٧ بحوالي ٢,٦٨ تريليون دولار^(١).

وعلى الرغم من حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الصناديق نتيجة لطبيعة عملها إلا أنها غير مسجلة، ولا تخضع للرقابة بصفة خاصة في الولايات المتحدة؛ لوجود اعتقاد بأن المبالغ الضخمة التي ضختها تلك الصناديق كانت العامل الرئيسي في انتعاش البورصة؛ في حين أن تلك الصناديق بدأت تلعب وتقامر حتى بالائتمان نفسه^(٢).

والصناديق السيادية تعتبر مملوكة للدولة، وتقوم بتوظيف الاحتياطات التي تتراكم لدى البنوك المركزية للدول، والتي أصبحت توظف تلك الأموال في شراء الأسهم سعياً وراء الربح، بعدما كانت توجه في بادئ الأمر لشراء سندات سيادية، ونظراً لضخامة أموال تلك الصناديق التي تقدر بنحو ٣.٣ تريليون دولار عام ٢٠٠٧ فإنها تعتبر مصدراً لعدم الاستقرار المالي في ضوء تحول دوافع الاستثمار لديها من أسلوب الاستثمار الآمن إلى الاستثمارات عالية المخاطر؛ سعياً وراء تحقيق ربح سريع ومرتفع، وكذلك دوافعها السياسية^(٣).

وقد تعاضم النمو في قطاع المضاربات، ولم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لتلك الأسهم؛ وذلك حيث أجريت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة، وغير مستندة على أسس اقتصادية سليمة،

(١) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري "، مرجع سابق، ص ٦٦.

(٢) د. جيهان جمال: " بركان الأزمة العالمية - إلى متى؟ "، مرجع سابق، ص ١٠٠.

(٣) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري "، مرجع سابق، ص ٦٧.

وكانت النتيجة حدوث عرقلة في التسديد وحدثت الأزمة^(١). ومن الجدير بالذكر أن أرباح القطاع المالي الأمريكي قد زادت من ٢٣% من إجمالي أرباح الشركات الأمريكية عام ١٩٧٤ إلى ٤٠% عام ٢٠٠٥، وقد جاءت معظمها من المشتقات المالية التي لا تمت بأى صلة إلى قيمة الأصول الحقيقية، وعلى الرغم من أن الهدف من إبرام عقود المشتقات المالية هو تقليل المخاطر إلا أن التطبيق الخاطئ لها جعلها أدوات للمضاربة؛ حيث تتم التسوية بدفع فرق الأسعار عند حلول أجل العقد، دون نقل ملكية الأصول للاستفادة من تقلبات الأسعار^(٢). وتم تسويق هذه الأدوات (المشتقات المالية) في نطاق واسع إلى المستثمرين ومصارف استثمار وشركات تأمين، وصناديق استثمار وتحوط، وبنوك مركزية عالمية، وأيضاً المتخصصة في الرهون العقارية، ولذلك نجد أن المشتقات المالية، وخاصة عقود الخيارات لها دور كبير في الأزمة المالية عام ٢٠٠٨.

٣- ضعف الرقابة على المؤسسات المالية:

يعدّ نقص الرقابة والإشراف الكافي أو انعدامها على المؤسسات المالية الوسيطة، مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية، وكذلك على المنتجات المالية الجديدة، مثل المشتقات المالية، أو الرقابة على الهيئات التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية - من أسباب الأزمة، وذلك لأن المؤسسات المالية أسرفت في إصدار الأصول المالية بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني، مما ترتب عليه زيادة عدد المدينين، وزاد حجم المخاطر المترتبة على ذلك عندما عجز المدينون عن السداد^(٣).

ثالثاً: الآثار المترتبة على الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ :

أثرت الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات كافة الدول، وكان لذلك عدة مظاهر، منها: انخفاض معدلات النمو الاقتصادي العالمي، وانحياز العديد من المؤسسات المالية والبنوك، وتحقيقها خسائر كبيرة، وازدياد معدلات البطالة، وانخفاض معدلات الاستثمار

(١) د. إسماعيل شلبي: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وموقف المنهج الإسلامي منها"، مرجع سابق، ص ١٩٣.

(٢) د. حمدي عبد العظيم: "اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم" مرجع سابق، ص ٢٧٤.

(٣) د. جيهان جمال: "بركان الأزمة العالمية - إلى متى؟" مرجع سابق، ص ٧٩.

العالمي، وتقلبات أسعار الصرف، وانخفاض مؤشرات البورصات العالمية. ونعرض لأثر الأزمة على الاقتصاد العالمي، ثم لأثرها على الاقتصاد المصري.

- أثر الأزمة المالية على الاقتصاد العالمي:

١- على إثر الأزمة المالية تراجع معدل النمو الحقيقي للاقتصاد العالمي من ٥,٢% عام ٢٠٠٧ إلى ٣% عام ٢٠٠٨ ثم إلى (- ١,١%) عام ٢٠٠٩، وانخفض معدل النمو الحقيقي في الدول الصناعية المتقدمة من ٠,٦% عام ٢٠٠٨ إلى (- ٣,٤%) عام ٢٠٠٩، وتراجع في الدول النامية من ٨,٣% عام ٢٠٠٧ إلى ٦% عام ٢٠٠٨، ثم إلى ١,٩% عام ٢٠٠٩، وفي الولايات المتحدة الأمريكية منشأ الأزمة تراجع معدل النمو الحقيقي من ٢,٧% عام ٢٠٠٧ إلى ٠,٦% عام ٢٠٠٨ ثم إلى (- ٣,٤%) عام ٢٠٠٩. وفي عام ٢٠١٠ حقق معدل نموه ١,٣% نتيجة سياسة الاحتياطي الفيدرالي في مواجهة الأزمة من خلال خفض أسعار الفائدة، ودعم القطاع المصرفي، وفي دول الاتحاد الأوروبي انخفض معدل النمو الاقتصادي من ٢,٧% عام ٢٠٠٧ إلى ٠,٧% عام ٢٠٠٨ وإلى (- ٤,٢%) عام ٢٠٠٩ وبمعدل نموه ٠,٣% عام ٢٠١٠، وفي أمريكا اللاتينية انخفض معدل النمو من ٥,٧% عام ٢٠٠٧ إلى ٤,٢% عام ٢٠٠٨ ثم إلى (- ٢,٥%) عام ٢٠٠٩، وفي عام ٢٠١٠ حققت معدل نموه ٢,٩% نتيجة استفادتها من برنامج التحفيز في أمريكا وأوروبا، وفي اليابان انخفض معدل النمو الحقيقي من ٢,٧% عام ٢٠٠٧ إلى (- ٠,٧٢%) عام ٢٠٠٨ ثم إلى (- ٥,٤%) عام ٢٠٠٩، وفي عام ٢٠١٠ حققت معدل نموه ١,٧%، وفي دول جنوب شرق آسيا الصناعية انخفض معدل النمو الحقيقي من ٥,٧% عام ٢٠٠٧ إلى ١,٥% عام ٢٠٠٨، وإلى (- ٢,٤%) عام ٢٠٠٩، وفي عام ٢٠١٠ حققت معدل نمو قدره ٣,٦%، أما في الدول الآسيوية الأخرى فقد تراجعت معدلات النمو الحقيقي فيها من ١٠,٦% عام ٢٠٠٧ إلى ٧,٦% عام ٢٠٠٨ وإلى ٦,٢% عام ٢٠٠٩، وفي عام ٢٠١٠ حققت معدل نموه ٧,٣% وذلك على غرار الصين والهند، فقد حققتا معدلات نمو لا تقل عن ٨% في ظل الأزمة، وحتى عام ٢٠١٠، وكذلك حققت كل من أستراليا وأندونيسيا معدلات نمو لا تقل عن ٦% عام ٢٠٠٩، وفي دول أفريقيا انخفضت معدلات النمو من ٦,٣% عام ٢٠٠٧ إلى ٥,٢% عام ٢٠٠٨ وإلى ١,٧% عام ٢٠٠٩، وفي عام ٢٠١٠ حققت معدل نموه ٤,٩%، وفي منطقة الشرق الأوسط انخفض معدل النمو الحقيقي من ٦,٢% عام ٢٠٠٧ إلى

٥,٩% عام ٢٠٠٨ ، وإلى ٢% عام ٢٠٠٩ ، وفى عام ٢٠١٠ حققت معدل نمو قدره ٤,٢% ، أما دول شرق ووسط أوروبا فقد انخفض معدل النمو الحقيقى من ٥,٣% عام ٢٠٠٧ إلى ٣% عام ٢٠٠٨ ، وإلى (-٥%) عام ٢٠٠٩ ، وفى عام ٢٠١٠ حققت معدل نمو قدره ١,٨%^(١) .

- ١- كما أدت الأزمة إلى ركود فى السوق نتجت عنه خسائر ضخمة؛ فخلال الفترة من أغسطس ٢٠٠٧ ، وحتى نهاية عام ٢٠٠٨ بلغت الخسائر ١٥ تريليون دولار، وقد طالت معظم الشركات والمؤسسات، وتجاوزت خسائر أسهم المصارف ومؤسسات الخدمات المالية ٣١% من إجمالى الخسائر^(٢) .
- ٢- كما أدت الأزمة إلى حدوث تقلبات فى أسعار الصرف للعملة؛ فقد انخفض سعر صرف الدولار الأمريكى مقابل العملات الدولية الرئيسية الأخرى؛ فقد تراجع الدولار أمام الجنيه الإسترليني بنسبة ٨,٦% عام ٢٠٠٨ عن العام السابق، وبنسبة ٩,٢% أمام اليورو فى نفس العام، فى حين سجل الدولار ارتفاعا أمام الين اليابانى واليوان الصينى، وكذلك أمام عملات الدول المصدرة للنفط الخام، والتي ترتبط عملاتها بالدولار^(٣) .

رابعا: معالجة الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ :

لمواجهة الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ بذلت الدول جهودا فردية وجماعية؛ وقد تمثلت الجهود الفردية فى وضع خطط للإنقاذ المالى، واتباع سياسة تهدف إلى توفير السيولة، أما الجهود الجماعية فتمثلت فى عقد عدة مؤتمرات بهدف التنسيق الدولى لتوحيد جهود مواجهة تلك الأزمة، ونعرض فيما يأتى الجهود الفردية والجماعية لمواجهة الأزمة، ثم كيفية مواجهة مصر للأزمة:

- ١- الجهود الفردية لمواجهة الأزمة: بهدف وقف نزيف الانهيارات المالية، وتحسين الأداء الاقتصادى قامت حكومات الدول المختلفة بوضع خطط للإنقاذ من خلالها، تم فتح كميات كبيرة من السيولة فى الأنظمة المالية.

(١) د. حمدى عبد العظيم: " اقتصاديات البورصة فى ضوء الأزمات والجرائم "، مرجع سابق، ص ٢٧٨ - ٢٨٠ .

(٢) منال حسين عبد الرازق: " الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاد "، مرجع سابق، ص ٤٨ .

(٣) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصرى "، مرجع سابق، ص ٦٧ .

٢- خطط الإنقاذ المالي في الولايات المتحدة الأمريكية: وافق مجلس الشيوخ الأمريكي على خطة إنقاذ مالي بقيمة ٧٠٠ مليار دولار في ٢ أكتوبر ٢٠٠٨، ووافق مجلس النواب عليها في ١٣ أكتوبر، وتقوم تلك الخطة على شراء الديون الهالكة، ودعم المؤسسات المالية والمصرفية التي تعثرت، أو التي تعاني من اضطرابات مالية بسبب الأزمة^(١) إلى جانب ذلك أقرت الحكومة الأمريكية خطط إنقاذ أخرى للقطاعات الرئيسية بالولايات المتحدة، مثل قطاع صناعة السيارات، وفي الميزانية التي أقرها الكونجرس الأمريكي أول أكتوبر ٢٠٠٨ بقيمة ٣ تريليون دولار وضع لها أولويات الإنفاق الحكومي، بالتركيز على زيادة مستويات التشغيل والرعاية الصحية للأطفال والطاقة والتعليم والخدمات والانضباط المالي^(٢).

وجاءت إدارة الرئيس أوباما بخطة للتخفيف الاقتصادي بقيمة تصل إلى ٨٢٥ مليار دولار تستهدف توفير نحو ٣,٥ مليون فرصة عمل، وتشتمل على تخفيضات ضريبية تبلغ ٢٧٥ مليار دولار^(٣)، كما قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الخصم للدولار عدة مرات ليصل إلى ٠,٥٠% في نهاية يونيو ٢٠٠٩ مقابل ٢,٢٥% في نهاية يونيو ٢٠٠٨^(٤).

٣- السياسات النقدية : ومنها تخفيض معدلات الفائدة وضخ السيولة اللازمة لمواجهة الأزمة.

٤- إنقاذ المؤسسات المالية التي أشرفت على الانهيار بعمل ترتيبات لدمجها أو منحها قروضا حكومية، مقابل أخذ حصص في ملكيتها.

٥- إعلان الحكومة عن مشاريع لمساعدة المؤسسات المالية والشركات الإنتاجية وبرامج إنقاذ لتخفيف الاقتصاد.

(١) د. إسماعيل شلبي: مرجع سابق، ص ٢٥٦، د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري"، مرجع سابق، ص ٨٩.

(٢) د. محمود عبد الخالق محمد: " فشل آلية الأسواق وأهمية تدخل الدول في ضوء الأزمة الاقتصادية العالمية"، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٥٠١ - يناير ٢٠١١، القاهرة، ص ٢٨.

(٣) د. محمود عبد الخالق محمد: " فشل آلية الأسواق وأهمية تدخل الدول في ضوء الأزمة الاقتصادية العالمية"، مجلة مصر المعاصرة، "مرجع سابق، ص ٢٩.

(٤) د. غزال العوسى: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري"، مرجع سابق، ص ٩١.

المطلب الثالث

انعكاسات تطبيق عقود الخيارات على بعض الشركات

أولاً: شركة انرون عام ... ٢ :

نشأت شركة انرون عن طريق اندماج شركة هاوزنون للغاز الطبيعي مع شركة انترنورث عام ١٩٨٥ في الولايات المتحدة الأمريكية.

ونشأت أيضا شركة انرون في ظل تغييرات القوانين الحاكمة للسوق، والتي أدت إلى تحرير السعر في التعاقدات لشركات الاستخراج والتوصيل، وهذه القوانين أدت أيضا إلى دخول منافسين، وزيادة العرض، ولم تكن هذه التغييرات في نظام السوق مواتمة لشركة انرون، خاصة أنها قد تحملت أعباء كثيرة من الديون عند إنشائها، مما دفع رئيس مجلس الإدارة كينيث لاي إلى أن يبحث عن إستراتيجيات ونشاطات تولد أرباحا وتدفقات مالية جديدة^١.

وكانت بداية صعود شركة انرون عند نشأة بنك الغاز الذي كان وسيلة جيدة للتعاقد مع شبكة من منتجي الغاز وشبكة أخرى من المستهلكين، مما ضمن لشركة انرون التحكم في سعر السوق، بالإضافة إلى ضمان تكلفة منخفضة لتمتعها باقتصاديات الحجم. ونظرا لتقلبات الأسعار في السوق وميلها للانخفاض في ذلك الوقت؛ كانت الشركة تهدف إلى أن تتعاقد عقودا طويلة الأجل لبيع الغاز بأسعار ثابتة يتوقع هبوطها في الأجل الطويل، والعكس بأن تشتري بسعر منخفض ثابت لاستغلال الصعود المستقبلي للسوق، ولم تجد الشركة أفضل من استخدام أدوات المشتقات المالية "المبادلات والمستقبلات والأماميات"؛ لضمان الوفاء بالعقود وللحوط ضد تقلبات الأسعار غير المواتية، كما استخدمت أيضا أدوات النقل المالية (SPV) لتمويل الكثير من العمليات التي لا يسمح لها قانونا بالدخول فيها، مع إدراجها في حسابات خارج الميزانية، وقد حقق بنك الغاز نجاحا مبهرًا، فقد حازت "انرون" النصيب

(١) William Thomas, The Rise and Fall of Enron Journal of Accountancy, texa society of cpa april 2002 p.1,

كينيث لاي. كان أحد الداعمين الرئيسيين لجورج دبليو بوش خلال حياته السياسية المبكرة، وقد كان آنذاك حاكما لولاية تكساس، وكان أحد داعمي حملته الانتخابية والحزب الجمهوري وأيضاً أحد الداعمين لحملة كلينتون والحزب الديمقراطي الذي قام بحملة لتأييد شركة انرون ودعم ورفع القيود عنها.

الأعظم في سوق الغاز الطبيعي في ١٩٩٢ وأرباحاً إجمالية ١٢٠ مليون دولار،^(١) ومنذ تعيين الخبير جيفري اسكيلينج ونشأة بنك الغاز أصبحت شركة انرون في تطور مستمر وتوسع نشاطها، وأنشأ جيفري اسكيلينج موقع التعادل الإلكتروني على الشبكة الدولية تسمى إنرون أونلاين، واستطاعت انرون أن تنمي إمكانيات وإنجاز العقود إلكترونياً، وإدارتها. وقد تميز هذا التعامل الإلكتروني بأمرين:

- الأول: أن انرون كانت طرفاً في كل العقود بيعاً وشراءً، مما يوفر للمتعاملين معلومات وفيرة تعين على المفاضلة بين المراكز الطويلة والقصيرة.
- الثاني: دخول انرون كطرف ثابت في كل العقود لضمان المتعاملين لنفقتهم الكبيرة بسعة قدرتها الائتمانية.^(٢)

وقد وصلت شركة انرون إلى إنجازات وحقت أرباحاً، وظهرت خدماتها في العديد من المجالات في قطاع الخدمات الكهربائية، وقطاع الترفيه المرئي، وتكنولوجيا شبكات المعلومات، وحقت عوائد كبيرة في قيمة أسهمها، وتوسعت أيضاً على المستوى الدولي؛ حيث قامت بإنشاء فرع تابع يسمى (Enron International) في ١٩٩٣، ومن خلاله دخلت في عقود لإنشاء وإدارة مشروعات في أوروبا الشرقية، وأفريقيا، والشرق الأوسط، والهند، والصين، ووسط وجنوب أمريكا، وكانت تهدف "انرون" إلى الأسواق المحررة من القيود التنظيمية للاستفادة من تطبيق نموذج بنك الغاز في مختلف المجالات. ومع هذا التوسع الكبير كانت "انرون" تتعرض للكثير من المخاطر، منها:-

- مخاطر سياسية نتيجة للاستثمار في الدول النامية.
- مخاطر مرتبطة بقلّة الخبرة بالأسواق الخارجية، خاصة في الاستثمارات التي لا علاقة لها بمجال الغاز، ومخاطر عدم القدرة على تغطية الضرائب التي تخضع من الأرباح في الدول المختلفة، وأخيراً مخاطر المنافسة في الخارج.^(٣)
- وزادت المنافسة بين "انرون" والشركات الأخرى التي اتبعت نموذجها في أواخر التسعينات، مما جعل ميزتها التنافسية (أو إلى حد ما الاحتكارية) وحصلتها في

(١) Paul M. Healy and Krishna G. palepu, the fall of Enron journal of economic perspectives ، volume 17 ، number 2 ، spring 2003 ، ، p. 6.

(٢) Paul M. Healy and Krishna G. palepu. The fall of Enron, op, cit. p. 7.

(٣) Paul M. Healy and Krishna G. palepu. The fall of Enron, op, cit. p. 7.

السوق تتقلص، وصادفت تلك التطورات انخفاضا في أسعار منتجات الطاقة في بداية عام ٢٠٠١ في وقت كان فيه الاقتصاد العالمي متوجها نحو الركود. وهذه العوامل أدت إلى انخفاض ربحية الشركة، وتزايد اعتماد "نرون" على الروافع المالية بشكل محوري، ومن ثم انخفضت اهتمامات الشركة بجودة العقود الجديدة التي تنشئها، ومن ذلك دخول الشركة في اتفاقيات لا تتوافق مع إستراتيجيتها الكلية وسياستها لإدارة المخاطر، بل لم تعد الشركة تهتم بصافي القيمة الحالية لهذه الاستثمارات الجديدة.^(١)

- استمرت "انرون" في تمويل أعمالها بمزيد من القروض، وكان ذلك سببا في انخفاض تصنيفها الائتماني، وارتفعت لذلك تكاليف الحصول على تمويلات جديدة لانخفاض جدارتها الائتمانية، وعلى الرغم من المحاولات المبذولة من قبل مديري الشركة على وكالات التصنيف لرفع تصنيفها فإن هذه المحاولات لم تأت بنتيجة.
- وعند دخول عام ٢٠٠٠ قامت شركة "انرون" بتقديم تقاريرها المالية، وكان بها كثير من الغموض والتشكيك في تقاريرها وأرباحها، ولم يتم سكيلينج بالرد على الشكوك حول تقاريرها. وبدأت الاتفاقيات التي أبرمتها "انرون" في الخارج إلى فسخ تعاقدها واحدة تلو الأخرى، وبدأت مؤشرات أسهم "انرون" تنخفض في نفس الأسبوع إلى أقل من ٤٠ دولار. لهذه الأسباب أدرك لينث لاي بعد نصيحة معاونيه أن شركته إن لم تقم بإفشاء الكثير من حقائق حساباتها فسوف تنهار في غمار فضيحة محاسبية؛ ولذلك قام بإخطار محاميه بالأمر؛ لاتخاذ اللازم، وبدأت "انرون" الإعلان عن الكثير من خسائرها جرّاء الصفقات الخارجية الخاسرة، وألغت عقودها التي أبرمتها مع بعض ((SPE))، مما أدى إلى انخفاض مستوى الأرباح.
- وبناء على هذه التطورات، بدأت لجنة البورصات والأوراق المالية ((SEC)) في ٢٢ أكتوبر ٢٠٠٠م، تستقضي علاقة "انرون" بأدوات نقل مالية، وأعلنت "انرون" جراء ذلك قيامها بإعادة التصريح عن تقاريرها المالية من ١٩٩٧م لبيان مدى التزامها بقوانين الاندماج مع ((SPE))، وأسفرت هذه التصريحات عن خسائر إضافية قدرها نصف مليار دولار و٦٢٨ مليون دولار، كالتزامات في نهاية عام ٢٠٠٠م، وانخفضت أسهم الشركة إلى أقل من ١٠ دولار للسهم.

(١) William the mas, the rise and fall of enron, op. cit. p. 3.

- ثم قامت "انرون" بمحاولة أخيرة للنهوض من أزمتها باتفاقها مع شركة ((Dynergy)) على الاندماج في نوفمبر ٢٠٠٠م، لكن تراجع دايبيجي ((Dynergy)) في ٢٨ نوفمبر عن إتمام الاتفاق؛ نظرا لعدم شفافية الشركة في إبداء حساباتها الخارجية عن الميزانية، مما أدى إلى انخفاض التصنيف الائتماني الخاص بإنرون إلى أدنى مرتبة (Junk status) ، وبناء عليه انخفض سعر السهم إلى رقم لم تشهده "انرون" في تاريخها، وهو ٢٦ سنتا، وكان لا محالة إعلان إفلاس الشركة.^(١)

ونرى أن هناك بعض الأمور التي تطرحها قضية انرون، وهي:

- (١) لا يجب على المؤسسات المالية زيادة مخاطرها بالتحول عن الاستثمار الحقيقي إلى الاستثمار المالي بالمشتقات المالية، ويجب دراسة الأمر جيدا قبل الاستثمار في المشتقات المالية؛ إذ ينتج عن إغفال الدراسة انهيار المؤسسة.
- (٢) المشتقات المالية تدفع إلى ممارسة غير أخلاقية من تزوير وتغريب وعدم شفافية، فيما يتعلق بمعلومات الشركة، إذا كانت الشركة تبحث عن أرباح بطريقة غير مشروعة.
- (٣) يجب على سوق الأوراق المالية المصرية توخي الحذر عند قيد شركة أجنبية في البورصة، ويجب أن تتحرى قبل قيدها جميع المعلومات المتوفرة عن الشركة، وعلى إدارة البورصة اتخاذ الإجراءات القانونية التي تضمن قيام الشركة المقيدة بالإفصاح عن المعلومات المالية، والأحداث الجوهرية في التوقيت المناسب؛ وذلك حتى لا توجد شركة انرون أخرى في السوق المصري.

ثانيا: دور عقود الخيارات في إحداث أزمة بنك بارينجز:

بنك بارينجز هو أحد بنوك المملكة المتحدة بلندن، تم إنشاؤه عام ١٧٦٣م فهو من بنوك بريطانيا العريقة، حيث كان له دور في تمويل الحروب البريطانية ضد نابليون بونابارت، وكانت بدايته هي شركة تقوم بالمضاربة في الصرف، ثم تحولت بعد ذلك إلى مجال الخدمات المالية، ولم يكن بنك بارينجز يتاجر في البورصات والأوراق المالية العالمية حتى بداية القرن التاسع عشر. وقد تعرض البنك إلى أزمة عام ١٨٠٩م أودت به إلى شبه

(١) William the mas, the rise and fall of enron, op. cit. p. 4.



إفلاس، لكن تدخل البنك المركزي البريطاني، وتكفل بالتزاماته في اللحظات الأخيرة، ورغم ذلك ومنذ هذا الوقت كان بارينجز دوما من البنوك ذات السمعة والمكانة المرموقة في مجال الخدمات المالية.⁽¹⁾

ويرى الباحث أن سبب أزمة بنك بارينجز التعامل بعقود الخيارات، وبخاصة العقود الأمامية، دون دراسة، مما أدى إلى انهيار بنك بارينجز.

وعين بنك بارينجز بنك ليسون رئيس قسم المشتقات المالية في فرع البنك في سنغافورة عام ١٩٩٢، وكان الغرض الأساسي لنشأة هذا القسم يتمثل في القيام بعمليات التحكيم لاستغلال فروق الأسعار بين بورصة أوساكا للأوراق المالية (OSE) باليابان، وبورصة سنغافورة النقدية الدولية (SLMEX) على ثلاث أدوات، هي:

١- مؤشر أسعار نيكاي ٢٥٠ الياباني.

٢- السندات الحكومية اليابانية.

٣- ودائع اليورو.

ومن مصادر الأرباح للبنك فروق في الأسعار بين البورصتين يتم بواسطتها الشراء والبيع، مما يحقق أرباحاً للبنك⁽²⁾، وقد اعتمد بنك بارينجز في مراجعة حساباته والاستشارات التحكيمية على فريق داخلي وهيئات خارجية، وكان من النصائح التي أبدتها هذه الجهات إلى إدارة البنك: توزيع المهام، واجتئاب تمركزها في طرف أو فريق عمل واحد؛ لما ينتج عن ذلك من أخطاء يتأخر اكتشافها لغياب رقابة موظفي الشركة على بعضهم البعض.⁽³⁾

لكن لم تلتفت إدارة بارينجز إلى هذه النصائح خصوصاً في فرع سنغافورة، وأخص من ذلك قسم عمليات المشتقات؛ فقد فوض البنك جميع مهام القسم الإدارية (مثل تسوية العقود، وتقييد العمليات، وتصديق العمليات، والأعباء المحاسبية، وتصفية العقود.... إلخ، ومهام المكتب الأمامية (تشمل التعاملات المباشرة مع العملاء) إلى نيك ليسون، وسبب تغافل إدارة البنك عن هذا أن توجه البنك لتخفيض تكاليف العمل؛ إذ إنهم توقعوا أن تكاليف الأخطاء

(1) Awl Marth, Barings Bankplc: lessons, unkown publisher and date of publishing, p. 194-195 mike essling&collegues, Barings Bank: an example of how things can go wrong team 13, p. 2.

(2) Awl Marth.Barings Bank plcleasons op. cit.p 216.

(3) Mike essling&collegues, Barings Bankan exampole of how things can go wrong. Op. cit p. 4.



الواردة عن عدم تقسيم المهام أقلّ من تكاليف تعيين فريق عمل جديد، بالإضافة إلى ثقتهم العمياء في نيك ليسن كمدير ناجح.^(١)

ورأى ليسون أنه يجب اتخاذ المضاربة بمراكز طويلة على مؤشر نيكاي ٢٥٠ واليورو- ين في الفترة المقبلة، والتي توقع فيها صعود السوق فرصة عظيمة في تحقيق أرباح، وبالفعل حقق أرباحاً، وقام باستخدام رافعة مالية مخالفة بالسياسة الداخلية، وبدون علم الإدارة الرئيسية، وذلك لتعظيم حجم استثماره " عقود الخيارات المزدوجة المسماة".

وفي عام ١٩٩٤م، وبعد توقف صعود أسواق رأس المال الآسيوية ركز ليسن في عملياته على مؤشر نيكاي ٢٥٠ مع سندات الحكومة اليابانية، واتخذ مركزاً طويلاً توفّعا منه ارتفاع قيمة الأسهم وأسعار الفائدة، في وقت بدأت السوق اليابانية فيه الهبوط.^(٢)

وتوالى الخسائر بسبب هبوط السوق، وكانت الوسيلة الوحيدة لفوز ليسن في عقود الخيارات (straddle) أن تمر فترة العقد باستقرار متوسط الأسعار في تلك الفترة وعدم هبوطها، فقام ليسن بالتوسع في شراء مستقبلات مؤشر نيكاي ٢٥٠، ومستقبلات السندات اليابانية؛ لكي يحدّ من هبوط السوق، لكن بلا جدوى.^(٣)

وفي ديسمبر ١٩٩٤م، تراكمت خسائر ليسن إلى أن بلغت ٢٠٨ مليون جنيه إسترليني؛ إذ لم ترتفع أسعار الأسهم والفائدة في هذه الفترة إلا ارتفاعاً طفيفاً كانت تعقبه فترات طويلة من الهبوط، ومما زاد الأمر تعقيداً وقوع زلزال كوبيه في ١٧ يناير ١٩٩٥م، مما دفع السوق إلى المزيد من الهبوط، ومع كل ذلك لم يستسلم ليسن، وأخذ يتوسع في شراء عقود مستقبلية على مؤشر نيكاي ٢٥٠، بهدف أن تؤثر زيادة طلبه على السعر؛ أملاً في ارتفاع السوق مرة أخرى، وبغية تحقيقه أرباحاً تغطي خسائره، ثم يترك المضاربة، لكن لم يتحقق أمله. وفي فبراير ١٩٩٥م، بلغ حجم مركزه ٦١٠٠٠ عقداً، ونمي مركزه على مستقبلات السندات والمؤشرات إلى أن بلغ ٨% و ٢٤% من حجم التعامل في بورصة سنغافورة!!!^(٤) ، وبلغت خسائره ٨٣٠ مليون جنيه إسترليني.^(٥)

(١) Awl Marth, Barings Bank pic: lessons, op. cit. p. 197.

(٢) Awl Marth, Barings Bank pic: lessons lesson, op. cit., p. 201.

(٣) Awl Marth, Barings Bank pic: lessons lesson, op. cit., p.p. 206- 210.

(٤) Awl Marth, Barings Bank pic: lessons lesson, op. cit. p. 205.

(٥) Awl Marth, Barings Bank pic: lessons lesson, op. cit. p. 211.



واستخدم ليسن وفقا لتوقعاته بصعود السوق، إستراتيجية مضاربة شديدة المخاطر، تسمى الرهان المضاعف (Doubling) بعقود الستراذل مع نهاية شهر يناير ١٩٩٥م، كانت هناك الكثير من المؤشرات لالتفات إدارة بارينجز في لندن، وأهمها انتشار شائعات في السوق بخصوص تعاضم حجم مركز بارينجز في بورصتي أوساكا وسنغافورة، ومشاكل متوقعة بخصوص عملائها، وكثرت الشكوك والتساؤلات من قبل جهات ذات وجهة، مثل بنك التسويات الدولية (BIS) في بازل، وزيادة على ذلك أحد كبار مسؤولي تسوية العمليات في لندن اكتشف فجوة قدرها ١٩٠ مليون جنيه إسترليني في حسابات فرع سنغافورة.^(١)

وخوفا على سمعة البنك، وتأثر نشاطاته الأخرى بهذه الشائعات، بالإضافة إلى اكتشاف الفجوات المحاسبية، أرسلت إدارة بارينجز لندن فريقا من المراجعين إلى سنغافورة، تقابلوا مع ليسن ليعرضوا عليه المشكلة، لكنه استأذن لبعض الظروف عن إكمال الاجتماع، ورحل بلا عودة، ثم حاول البنك بعدها الخروج من هذا المأزق المالي؛ حيث تعددت خسائر البنك قيمة رأس مال، لكن فشلت جميع المحاولات، وفي النهاية اشترى بنك أي إن جي الهولندي (ING) بارينجز بجنيه إسترليني واحد!!!^(٢).

(١) The professional Risk managers international association Baring Brothers & co. Ltd, p 2-3.

(٢) Awl Marth, Barings Bank pic: lesson's lessons,

الخلاصة

بعد أن أتممت البحث على الصورة التي رجوتها لا يبقى إلا أن أثني على الله تبارك وتعالى بما هو أهله، على ما تفضل به عليّ من إتمام هذا البحث، المهم في عنوانه، المتواضع في مادته، والتوصل من خلاله إلي ما أظن أنه الصواب فيما تعرضت إليه من مسائل تخص سوق الأوراق المالية، وبخاصة أداة من الأدوات المالية الحديثة، وهي عقود الخيارات المالية.

حيث تحتل أسواق الأوراق المالية "البورصات" مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، وتعدّ من أهمّ الموضوعات التي تشغل بال المتخصصين في مختلف أنحاء العالم؛ إذ تلعب أسواق الأوراق المالية دورا مهما في الاقتصاد الوطني، ففيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات والمدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية، أهمها الأسهم والسندات.

وتؤدي أسواق رأس المال دورا مؤثرا في الإسراع بعجلة التنمية الاقتصادية، وزيادة الاستثمار الإنتاجي الفعال، خاصة إذا توفر المناخ المناسب في الدول التي تعتمد على القطاع الخاص للقيام بمختلف الأنشطة الاقتصادية، ولما كانت التنمية الاقتصادية تتطلب من أجل الإسراع بها تجميع رؤوس الأموال، ويتوقف ذلك على الادخار والاستثمار بتجميع مدخرات الأفراد، لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص، وتنشيط الاقتصاد القومي ككل - فقد قامت الحكومة المصرية بعد عام ٢٠١٣ بإصدار كثير من التشريعات الاقتصادية لجذب رؤوس الأموال الوطنية، والأجنبية؛ لتنشيط عجلة الإنتاج والاقتصاد.

ويتطرق هذا البحث إلى أكثر المواضيع التي تشغل بال المهتمين بالبورصة، والمتعاملين فيها، وخاصة المستثمرين والمضاربين والمهتمين بإدارة المخاطر، على حد سواء، وهو عقود الخيارات المالية بوصفها إحدى الأدوات المالية الحديثة (المشتقات المالية). وهل في حالة تطبيق عقود الخيارات على سوق الأوراق المالية المصرية تؤدي إلى تنشيطه أو لا؟

موجز الدراسة أولا:

استهللنا الدراسة بالمطلب الأول فقد تكلمنا فيه عن موضوعنا الأخطر والأهم، وهو عقود الخيارات كإحدى الأدوات المالية الحديثة، وتكلمنا ع تعريف عقود الخيارات ثم تناولنا أهداف عقود الخيارات. أما المطلب الثاني : مفهوم الأزمة العالمية ، والمطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية، وأسبابها، ونتائجها، والمطلب الرابع : قضايا معاصر لعقود الخيارات.

التوصيات:

نوصي في نهاية البحث ببعض المقترحات التي من شأنها أن تحدّ من تلك الإشكاليات، والتي تصلح لأن تكون قاعدة أساسية لإصدار تشريع ينظم عقود الخيارات المالية في سوق الأوراق المالية المصري، وذلك من خلال ما اشتمل عليه البحث من دراسة لنظام عقود الخيارات المالية في سوق الأوراق المالية، ومن خلال المقارنة المنعقدة بين النظام الأمريكي والكويتي. ونفصل التوصيات على النحو التالي:

- ١- عقود المشتقات المالية ليست أصولاً مالية، وإنما هي عقود كسائر العقود، إلا أنها مضافة إلى أجل، وتشتق قيمتها من أصول أخرى تكون محل التعاقد.
- ٢- عقود الخيارات المالية هي أحد عقود المشتقات المالية الحديثة وأهمها علي الإطلاق، ويتم استخدامها في إدارة المخاطر، أو التحوط ضد المخاطر، إلا أنها تتسم بقدر كبير من المخاطر،
- ٣- الدعوة إلى بناء نظام مالي جديد تساهم فيه الدول النامية ومنها العربية وبالمشارك مع الدول الكبرى الأخرى الصين، أي نظام اقتصادي عالمي متعدد الأقطاب لكي لا يكون الاقتصاد العالمي ضحية للاقتصاد الأمريكي وسياسته ذات القطب الواحد وذلك لعد التأثير في حالة وقوع أزمة مالية أخرى.
- ٤- نقترح تغيير اتجاهات التبادل التجاري الدولي وخاصة بالنسبة للأقطار العربية الخليجية وضرورة التخفيف من درجة الانفتاح على الاقتصاد الأمريكي والبحث عن أسواق بديلة لتحاشي آثار الأزمات المتعددة لهذا الاقتصاد، وفي هذا المجال تبرز ضرورة تفعيل التجارة العربية البينية وزيادة حجم المبادلات بين الدول العربية.
- ٥- ضرورة توفر البنية التحتية المناسبة للمصارف بحيث تتميز بالشفافية والحوار المفتوح بشأن تعثر القروض مع احتساب تكاليف تحصيلها وإدارتها أي اتباع لأسس السليمة في العمل المصرفي والابتعاد عن المضاربات والمغامرات مع تشديد مراقبة البنوك المرآزية من خلال اعتمادها على سياسات أثار حزمياً وصرامة فيما يتصل بإدارة السيولة والربحية وإدارة مخاطر الائتمان.
- ٦- عدم المضاربة في عقود الخيارات المالية وذلك لتأثيره السلبي لاحداث الازمات المالية العالمية بداية من الازمة العالمية عام ١٩٢٩ حتى ازمة ٢٠٠٨ .

المراجع

أولا- المراجع العربية:

أ- الكتب:

- ١- إسماعيل عبد الرحيم شلبي: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، وموقف المنهج الإسلامي منها"، يناير عام ٢٠١٠.
- ٢- جيهان جمال: " بركان الأزمة العالمية - إلى متى؟ " دار النهضة العربية، القاهرة، بدون تاريخ .
- ٣- حمدى عبد العظيم: " اقتصاديات البورصة فى ضوء الأزمات والجرائم"، الناشر المؤلف ، مكتبة الجمعية المصرية للاقتصاد والسياسي والاحصاء والتشريع ، ٢٠١١م .
- ٤- سمير عبدالحميد رضوان، المشتقات المالية، ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات ، ط ١ ، ٢٠٠٥ .
- ٥- طارق عبد العال حماد، (المشتقات المالية: مفاهيمها- أنواعها)، الدار الجامعية، سنة ٢٠١٠-٢٠١١ .
- ٦- عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٣ .
- ٧- عبد الله شحاتة: " الأزمة المالية - المفهوم والأسباب " مقال متاح على الموقع الإلكتروني. <http://www.pidegypt.org/arabic/azma.doc>
- ٨- محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة ، ط أولى ، مؤسسة الوراق، عمان - الأردن، ١٩٩٨ ،
- ٩- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات- أوراق- بورصات، الشروق ، ٢٠٠٥
- ١٠- محمد محمود المكاوي، مستقبل البنوك الإسلامية في ظل التطورات الاقتصادية العالمية، ٢٠٠٣ .
- ١١- جون كينيث جالبريت: " تاريخ الفكر الاقتصادي - الماضى صورة الحاضر " ترجمة أحمد فؤاد بليغ سلسلة عالم المعرفة - الكويت - يناير ١٩٧٨ .

- ١٢- حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، دون دار نشر، الطبعة الأولى، سنة ٢٠١١.
- ١٣- عماد صالح سلام: " إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، أبوطي للطباعة والنشر، ٢٠٠٢ م.
- ١٤- غزال العوسي: " أبعاد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨) وتداعياتها على الاقتصاد المصري"، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠ م.

ب- الرسائل العلمية:

- ١- جيهان كامل محمد شلبي، " الأزمات الاقتصادية فى أسواق المال الدولية، ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٠ م.
- ٢- حسنة حامد نعمة الله، أسواق الأوراق المالية، دراسة نظرية مقارنة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ٢٠٠٥.
- ٣- حسين عبد الجليل آل غزاوى: " حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح فى المعلومات المحاسبية " رسالة ماجستير - كلية الإدارة والاقتصاد - الأكاديمية العربية - الدنمارك. ٢٠١٠ م.
- ٤- عمر السيد علي حسين، دور المشتقات فى الأزمة المالية العالمية (حلول وقائية وبدائل إسلامية لإدارة المخاطر)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
- ٥- هبة محمود الطنطاوى: " الأزمات المالية المعاصرة - الأسباب والعلاج والدروس المستفادة"، دراسة مقارنة: رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، عام ٢٠٠٨.

ج- الدوريات

- ١- اتحاد المصارف العربية. الهندسة المالية، مطبوعات الاتحاد، ٢٠٠٥.
- ٢- لمياء محمد المغربى: " الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على مصر: الأسباب الرئيسية للتداعيات الاقتصادية إستراتيجيات المواجهة"، مجلة مصر المعاصرة - العدد ٥٠٢ أبريل عام ٢٠١١.
- ٣- خطاب: كمال توفيق، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، ٢٠٠٥.



- ٤- سعد الدين مسعد الهلالي، الأزمة المالية وحلول إسلامية - كتاب الجمهورية - نوفمبر عام ٢٠٠٨ .
- ٥- محمد عباس أحمد: " الأزمات والصدمات الاقتصادية - مدخل نظري"، المؤتمر السنوي الرابع عشر بعنوان الأزمة المالية الاقتصادية العالمية، وأثارها على قطاعات الاقتصاد القومي، كلية التجارة، جامعة عين شمس في ١٢ ، ١٣ ديسمبر ٢٠٠٩ .
- ٦- محمد عبدالحليم عمر - مجلة الاقتصاد الإسلامي - العدد ٢٠٥ لسنة ١٧-١٩٩٨ .
- ٧- محمود محمد عبد الحافظ: " مدى أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيرات العالمية "، المؤتمر السنوي السادس لإدارة الأزمات الاقتصادية في مصر والعالم العربي، كلية التجارة، جامعة عين شمس في ٢٧ ، ٢٨ أكتوبر ٢٠٠١ .
- ٨- منال حسين عبد الرازق: الأزمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد المصري، مجلة النهضة - كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة - المجلد الحادي عشر - العدد الثاني أبريل ٢٠١٠ .
- ٩- محمود عبد الخالق محمد: " فشل آلية الأسواق وأهمية تدخل الدول في ضوء الأزمة الاقتصادية العالمية"، مجلة مصر المعاصرة "، العدد ٥٠١ - يناير ٢٠١١ القاهرة .
- ١٠- مثنياً - المراجع باللغة الإنجليزية:

1. Bernstein, P. " A simple story " Financial analysts journal (vol. 43, Nov. Dec. 1987).
2. I.M.F, Financial crises characteristics and indicators of vulnerability-y " world economic outlook, may 1998 .
3. J. hilland F. Jones, " Tquity Trading, Program Trading, Computer Trading and outhat", Financiol Analysts Jourral(VOL 99, July / Aug. 1988).



4. M, Gerety and J. mulherin, " Patterns in Intraday Stock Market Volitality: Past 8 present" Financial Analysts journal (VOL. 47, Sep/oct 1991).
5. murray N. " Rothbard, " America, S Great depress " MISES institute, Fifthn Edition, 2000.
6. Perry H. Beaumont, Financial Engineering Principles A Unified Theory for Financial Product Analysis and Valuation, John Wiley and Sons, 2004.
7. Robert J. Shiller " invertor Behavior in the October 1987 stock market crash: survey Evidence, NBER working paper tt 2446 november 1987
- .
8. W. jahnke, "the crash of 87,financial analysts journal (vol.43. nov / dec 1987)
- 9.
10. William Thomas, The Rise and Fall of Enron Journal of Accountancy, texa society of cpa april, 2002.
11. Paul M. Healy and Krishna G. palepu, the fall of Enron journal of economic perspectives ، vohme 17 ، number 2 ، spring 2003.