

الازمات المالية واثرها في الاسواق المالية

" دراسة تحليلية "

م. م. سمير عبد الصاحب ياره *

المستخلص

تعد الازمات المالية من الظواهر الملازمة للاسواق المالية ومنذ نشأتها ، إذ مرت عليها عشرات الازمات منها بدأت من القطاع الحقيقي ومنها بدأت من القطاع المالي ، واختلفت اراء الباحثين حول اي من تلك الازمات اقوى واكثر تأثيراً على الاسواق المالية وهنا تكمن مشكلة البحث التي تمت صياغتها من خلال ثلاثة اسئلة . وتبرز اهداف البحث في التعرف على اقوى الازمات المالية واكثرها تأثيراً على الاسواق المالية وطبيعة تلك الازمات واسبابها وامكانية وضع المعالجات والحلول المناسبة لها . واختيرت اربع ازمات لتكون ميداناً للبحث ، اثنان منهما بدا من القطاع الحقيقي وهما ازمة الكساد العظيم 1929 ، وازمة اسعار النفط والغذاء 1973 ، والاخران من القطاع المالي وهما ازمة انهيار سوق السندات 1987 ، وازمة الرهن العقاري 2007 . وتوصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات اهمها " تعد ازمة الكساد العظيم 1929 من اقوى الازمات المالية تأثيراً على الاسواق المالية " .

Abstract

The financial crisis considered one of the phenomenon that associate with the financial markets since its bigenning, its sufferd from tens of crisis , some of them started from the real sector and others stated from the financial sector . The researchers have different ideas regarding which of these crisis has more effect on the financial markets and here is problem of this research that translated to three questions . The objectives of this research focus on ideatification of the most powerful financial crisis and most effective on financial markets , what is natures and causes of this crisis and what are the appropriate solution for it . We select four crisis in this research for study , two of them started from the real sector and they are : 1st the great depression 1929 , 2nd oil and food crisis 1973 , the other two crisis are from the financial sector and they are : 1st crash bond market 1987 , the 2nd real estate mortgage crisis 2007 . The study readed to many conclusion and recommendations , the most important one is" the great depression 1929 considered the most powerful and effective financial crisis that affected the financial markets" .

* الجامعة المستنصرية / كلية الادارة والاقتصاد .

مقبول للنشر بتاريخ 2012/4/15

المبحث الأول منهجية البحث

أولاً : مشكلة البحث

تكمن مشكلة البحث في اختلاف آراء الباحثين حول أي من الالتزامات المالية التي مرت على الأسواق المالية منذ نشأتها أقوى تأثيراً عليها ، وتمت صياغة المشكلة " أي من الالتزامات المالية السابقة أقوى تأثيراً على الأسواق المالية " ولتوضيح المشكلة تم صياغة ثلاثة أسئلة :

- 1 - أول انخفاض في قيمة المؤشر .
- 2 - أدنى قيمة سجلها المؤشر خلال مدة الزمة .
- 3 - طول مدة استعادة المؤشر قيمته .

ثانياً : أهداف البحث

يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف الآتية :

- 1 - التعرف على أهم الالتزامات المالية التي مرت بالأسواق المالية .
- 2 - التعرف على أقوى الالتزامات المالية تأثيراً على الأسواق المالية .
- 3 - التعرف على تقلبات قيم المؤشرات خلال مدة الالتزامات .

ثالثاً : أسلوب جمع البيانات

اعتمد الباحث في الحصول على المعلومات الخاصة بالجانب النظري على المتوافر والمتاح من المصادر العربية والأجنبية التي تناولت موضوع الدراسة والاستعانة بشبكة المعلومات الدولية . كما اعتمد الباحث على البيانات الخاصة بالجانب التطبيقي بالاعتماد على المواقع الإلكترونية لبورصة نيويورك .

رابعاً : المؤشرات المستخدمة في البحث

تم استخدام أهم ثلاثة مؤشرات مستخدمة في بورصة نيويورك وهي :

- 1 - مؤشر Dow Jones الصناعي .
- 2 - مؤشر S&P 500 .
- 3 - مؤشر Nasdaq للشركات التكنولوجية .

المبحث الثاني الجانب النظري

أولاً : مفهوم الأزمة المالية

تعني الأزمة لغوياً " الشدة والقحط " والازم تعني الحمية عند اطباء العرب ، والمأزم هو طريق ضيق بين جبلين (الرازي ، 1989) وتعني الأزمة الضائقة في كل تكاليف الحياة ايضاً وكلمة (crisis) من اصل اغريقي وتعني نقطة الانتقال إلى الاحسن أو الاسوء في مرض حاد ، وتعني لحظة مهمة وحاسمة وتحتاج إلى مواجهة سريعة (Oxford,2005) وتعني وقت الصعوبة والخطورة والقلق حول المستقبل (Webster, 2005) . وتعني الأزمة من الناحية الاجتماعية بصورة عامة " توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطرابات العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لاعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة " (عليوة ، 2004 : 11) ، أما من الناحية الاقتصادية فتعرف بأنها " ظاهرة تعرف بنتائجها ، ومن مظاهرها انهيار البورصة ، وحدوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة وبطالة دائمة " (ارنولد ، 1992 : 21) . أما الأزمة المالية فهي " انهيار مفاجئ في سوق الاسهم ، أو في عملة دولة ما ، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد ، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في اسعار الموجودات نتيجة فقاعة سعرية مثلاً " (كورتل ، 2009) .

من هذا المفهوم يمكن ان نستخلص ان الأزمة المالية عادة ما تسبقها أزمة أخرى قد تكون من القطاع المالي كازمة سيولة أو أزمة ائتمان ، أو من القطاع الحقيقي كالالتزامات التي تحدث في القطاع الزراعي والنفطي ، ثم تنتقل إلى الأزمة المالية ومنها لتكون أزمة اقتصادية . فعندما تحدث أزمة معينة في إحدى القطاعات فإنها ستؤثر وبشكل مباشر على المنظمات العاملة في تلك القطاعات مصحوباً بانخفاضات قد

تكون كبيرة في القيم السوقية لاسهم تلك المنظمات ، وبالتالي انتقل اثار تلك الازمة الى الاسواق المالية برمته وقد يسبب انهيار مفاجئ لاسعار الاسهم لتحديث الازمة المالية ، وعادة ما تسبب الازمة المالية فقدان الثقة بالنظام المالي، وانكماش وكساد في كثير من المجالات الاقتصادية وانخفاض الطلب على المنتجات والخدمات ومن ثم تحول الازمة الى ازمة اقتصادية .

ثانياً : اسباب الازمة المالية

تتمثل حدوث الازمات المالية الى عدة اسباب ، لعل من اهمها :

1 - انفجار فقاعة (Bubble) اسعار الموجودات .

ان اسعار العقارات او الاسهم او النفط او غيرها من السلع والخدمات إذا ما تركت تعمل بحرية فانها في الغالب تعكس عوامل حقيقة بارتفاعها وانخفاضها . فعندما تكون هناك ارتفاعاً مستمراً في اسعار العقارات ، فان المنطق يحتم علينا النظر الى جانبي العرض والطلب لتفسير هذه الزيادة في الاسعار ، كندرة السيولة ، سقوف الايجارات ، تكاليف البناء ، النمو السكاني ، المداخل ، وغيرها من الاسباب ، اما اذا كان الارتفاع في اسعار العقارات لا يمكن تبريره بتغير ملموس في العوامل الموضوعية التي ذكرناها فان هذا الارتفاع يكون في الغالب تعبيراً عن سلوك لا عقلاني من قبل بعض افراد المجتمع وهذا ما يعرف اقتصادياً بـ (الفقاعة) (Bubble) (اليوسف ، 2008 : 14) ، والتي يمكن تعريفها " ارتفاع اسعار الموجودات دون الاستناد الى قواعد اقتصادية " (Mishkin&White , 2003 : 240) . والفقاعة عادة ما تنتج من شعور المشترين او المضاربين في هذه الاسواق بان الاسعار ستظل ترتفع وبالتالي سيكون هناك شخص اخر يشتري البضاعة بسعر اعلى من السعر الحقيقي وبذلك يحقق هذا المضارب ربحاً ، وهكذا يظل هذا الوهم يغذي الاسعار حتى تنفجر الاسعار . وهذا يعني ان الفقاعة تعمل على رفع قيمة الموجودات الى قيمة اعلى من القيمة العادلة (Fair value) او الحقيقية ، وهذه القيمة الجديدة ستخلق فجوة قد تكون كبيرة بين القيمة المسجلة او التاريخية والقيمة العادلة ، وعند انفجار الفقاعة ستتهار تلك الفجوة وتسجل خسائر عالية للمنظمات التي تعاملت مع ذلك الموجود بصورة مباشرة او غير مباشرة مما سيؤثر بالتالي على اقيامها السوقية ووصول هذا التأثير الى الاسواق المالية .

2 - التوسع في استخدام الابتكارات المالية والهندسة المالية من قبل المؤسسات المالية وخاصة عمليات التسييد (Securitization) والمشتقات .

تعد الاستخدام المفرط للابتكارات المالية من الاسباب المهمة في حدوث وتفاقم الازمات المالية ، فالمؤسسات المالية والتي تمنح انواع مختلفة من القروض تقوم بعملية تسييد تلك القروض والتسييد تعني " تجميع القروض ذات النمط المتجانس والمضمون باصول حقيقية واصدار السندات بضمان تلك القروض " (Ross , 2008 : 254) ، اي انها تقوم ببيع تلك القروض عن طريق اصدار السندات بضمانها الى المستثمرين ، وقد يقوم اولئك المستثمرين بتجميع تلك السندات وبيعها مرة اخرى (المشتقات) وهكذا بصورة متوالية ، وقد قدرها الخبراء الماليين بـ (25) مرة في ازمة الرهن العقاري وهذا يعني ان انهيار قيمة الاصل المضمون سيؤدي الى انهيار (25) سند ، ويعني ايضاً ان قيمة الاصل المضمون وعن طريق المشتقات اصبح يساوي خمسة وعشرين مرة قيمته الحقيقية . فعمليات التسييد والمشتقات خلقت فجوة كبيرة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي ، فاي انهيار في اسعار الاصول المضمونة سيؤدي الى انهيار القطاع المالي برمته واحداث ازمة مالية تعتمد قوتها على كبر حجم الفجوة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي .

ونتيجة لهذه الاسباب واسباب اخرى تعرضت الاسواق المالية الى عدة ازمات ومنذ نشأتها ، سناخذ هنا اربعة من اهم الازمات التي مرت على الاسواق المالية ، اثنان منها بدأت من القطاع الحقيقي وانتقلت الى الاسواق المالية وهي ازمة الكساد العظيم (1929) وازمة اسعار النفط والغذاء (1973) ، واثنان بدأت من القطاع المالي نفسه وهي ازمة انهيار سوق السندات (1987) وازمة الرهن العقاري (2007)

1- ازمة الكساد العظيم (Great Depression) .

تعد فترة العشرينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الامريكية فترة ذهبية بالنسبة للاقتصاد الامريكي ، إذ شهدت اختراعات وابتكارات في مجالات صناعية متعددة منها الراديو ، الهاتف ، السيارات والسفن ، وما تميزت به الفترة وفرة الادخارات وسهولة التسليف من ناحية القيمة والمدة اذ وصلت قيمة القروض الممنوحة الى القطاع الخاص عام 1929 الى 250 % من الناتج المحلي الامريكي (الخفاجي ، 2001 : 24) ، وانشاء وتأسيس الشركات الاستثمارية المسماة بالشركات المتعددة الاغراض والممولة من عمليات الادخار والتي استثمرت بشكل كبير في الاوراق المالية مما ادى الى ارتفاع اسعار الاسهم في بورصة نيويورك وبشكل كبير وخاصة في اسعار الاسهم للشركات الرائدة في النشاطات الحديثة مثل شركة الراديو الامريكية (RCA) وشركة السيارات (GMC) . حدثت الازمة بعد قيام السلطات المالية

بالتشديد على منح القروض مما أدى إلى انخفاض السيولة ، وفي الوقت نفسه انخفض الإنتاج الصناعي الأمريكي بشكل كبير وصل إلى 15 % (عاشور، 2009 : 117) ، وقيام الشركات متعددة الأغراض وصناديق الاستثمار ببيع عدد كبير من الأسهم والسندات لتمويل التزاماتهم المالية اتجاه الجمهور مما أدى إلى انخفاض كبير في أسعار الأسهم ، وما ساعد على الانخفاض هو قيام المضاربين ببيع موجوداتهم من الأوراق المالية لتقليل الخسائر أو للحصول على الأرباح في حالة الشراء عند انخفاض الأسعار إلى مستويات أقل من أسعار بيعهم ، وهذا الانخفاض أدى إلى انخفاض قيمة مؤشر Dow Jones الصناعي وبشكل كبير في (Sep 1929)

2 - أزمة أسعار النفط والغذاء 1973 . Oil and food crisis

عندما قلصت الدول العربية إنتاج النفط أواخر عام 1973 أدى ذلك إلى ارتفاع أسعاره بما سمي " الصدمة النفطية " وبدأت مقدمات الأزمة عام 1971 مع ارتفاع أسعار الغذاء وتخلف الولايات المتحدة الأمريكية عن قاعدة التبادل بالدولار . واشتدت الصدمة بالتداعيات الأزمة النفطية في تشرين الأول 1973 ، بسبب اندلاع حرب تشرين بين العرب وإسرائيل واستخدام العرب النفط كسلاح في المعركة ، فقاموا بتقليص إنتاجهم النفطي وبشكل كبير ، وتوالت الأحداث في أجواء من عدم الأمان بعد انهيار نظام بريتون وودز . فتدهور سوق الأسهم في الولايات المتحدة مؤثراً على جميع أسواق الأسهم الرئيسية في العالم وخاصة في المملكة المتحدة .

3- أزمة انهيار سوق السندات 1987 . Crash bond market

تميز عقد الثمانينيات من القرن الماضي بتفاؤل شديد في الأسواق المالية وبوفرة النشاط المالي في البورصات الرئيسية وازدياد أرباح الشركات وزيادة توظيف الأموال في الأوراق المالية ، والابتكارات المالية المتزايدة في الحجم والنوع ، وهذا كله أدى إلى ارتفاع مؤشر Dow Jones للمدة (1987-1982) بنسبة 350 % وازدادت عدد الأسهم المتداولة في nyse من 65 مليون سهم إلى 181 مليون سهم لنفس المدة . أما أسباب الأزمة فتكمن بزيادة عجز الميزانية الحكومية وزيادة العجز التجاري مما دفع بالمصرف الفدرالي الأمريكي إلى رفع سعر الفائدة على السندات وتقليل المدة الزمنية لاسترجاع مبلغ السند ، الاختلال بين تطور أسعار السندات وأسعار الأسهم ، إذ أن ارتفاع معدلات الفائدة على السندات الصادرة حديثاً خفض الطلب على السندات القديمة الإصدار مما حول المستثمرين إلى اقتناء السندات الجديدة الإصدار والتخلص من السندات القديمة . وكذلك المخاوف حول انخفاض سعر الدولار عندما رفعت ألمانيا سعر الفائدة وحسنت قيمة المارك .

4 - أزمة الرهن العقاري 2007 . Real estate mortgage crisis

تميزت المدة التي سبقت الأزمة بوفرة السيولة وبشكل كبير بسبب قيام البنك الاحتياطي الفدرالي بخفض أسعار الفائدة ، إذ قامت بخفضها بشكل متسلسل للمدة (2000-2004) من 6 % إلى 1 % ، وبسبب الاستثمارات الأجنبية في السوق الأمريكية وخاصة الاستثمارات الآسيوية ، إذ بلغت الاستثمارات الصينية في السوق الأمريكية عام 2007 بحدود 595.9 مليار دولار و922 مليار دولار في سندات الخزنة الأمريكية (ياره ، 2009 : 57) ، كما كانت قيمة الأصول الخليجية في السوق الأمريكية في نفس المدة 1016 مليار دولار (الكواري ، 2009 : 35) . وتميزت هذه الفترة أيضاً بترخي قيود الإقراض والتدقيق وارتفاع قيم قروض الرهن العقاري الممنوحة إذ منحت المؤسسات المالية الأمريكية ما قيمته 3.7 تريليون دولار في عام 2003 ، وهذا ما أدى إلى ارتفاع أسعار العقار وبشكل كبير جداً مكوناً فقاعة في أسعار العقارات . وفي عام 2007 انفجرت تلك الفقاعة مسبباً انخفاض كبير في أسعار العقارات مما أدى إلى عجز المقترضين لقروض الرهن العقاري من تسديد ما بذمتهم من قروض إذ باتوا مدينين بأكثر من أسعار عقاراتهم مع ارتفاع قيمة الإقسط بسبب رفع البنك الفدرالي أسعار الفائدة لأن أكثر القروض الممنوحة كانت من النوع (ARM) (Adjustable rate mortgage) وهي القروض التي تتغير وتعديل أسعار فاندتها مع تغيرات أسعار الفائدة السوقية ، فقامت المؤسسات المالية المانحة لتلك القروض بحجز عقاراتهم وبالنتيجة انخفاض أكبر للأسعار كون أن تلك المؤسسات عرضت بيع تلك العقارات بأقل من أسعار السوق ، وعجز عن التسديد أكثر إلى أن انفجرت الأزمة بإعلان الكثير من المؤسسات المالية إفلاسها ، ومن أهم حالات الإفلاس خلال الأزمة هو إفلاس مصرف Lehman brothers والذي يعد أقدم مصرف استثماري أمريكي ووصول شركة التأمين العالمية (AIG) إلى حافة الإفلاس لولا تدخل الحكومة الأمريكية .

المبحث الثالث الجانب التطبيقي

تعرضت الاسواق المالية ومنذ نشأتها الى عشرات الازمات المالية والتي اثرت بشكل مباشر على عملها وتطورها ، وفي هذا الجانب سنحلل اثر اربعة ازمات والتي تعد من اهم الازمات المالية التي مرت على الاسواق المالية خلال مسيرتها ، اثنان منها بدات بالقطاع الحقيقي او الاولي وانتقلت الى الاسواق المالية وهي ازمة الكساد العظيم (1929) وازمة اسعار النفط والغذاء (1973) ، والاخران بدات في القطاع المالي وهي ازمة انهيار سوق السندات (1987) وازمة الرهن العقاري (2007) .

أولاً : أزمة الكساد العظيم (1929)

تعد أزمة الكساد العظيم من الازمات الاقتصادية المهمة في القرن العشرين ، بدات الازمة من القطاع الحقيقي إذ انخفض الانتاج الصناعي الأمريكي الى النصف في بداية عام (1929) ، وانتقلت العدوى الى الاسواق المالية وبدات بالتأثر في (Sep 1929) بعد ان انخفضت القيم السوقية لكثير من الشركات الصناعية العاملة في السوق الأمريكية ، وسنحلل هذا التأثير من خلال مؤشر DOW JONES الصناعي فقط وذلك لعدم وجود مؤشر S&P 500 ومؤشر NASDAQ في ذلك الوقت . والجدول (1) يوضح ذلك التأثير .

جدول (1)

قيم المؤشر DOW JONES خلال مدة الازمة

قيم المؤشر نقطة	المدة	قيم المؤشر نقطة	المدة
76.55	Jan 1932	380.33	Aug 1929
73.28	Mar 1932	343.45	Sep 1929
55.93	Apr 1932	273.51	Oct 1929
44.74	May 1932	238.95	Nov 1929
42.84	Jun 1932	204.90	Sep 1930
53.89	Jul 1932	183.35	Oct 1930
102.94	Nov 1934	180.91	Nov 1930
200.51	Dec 1949	96.61	Sep 1931
386.77	Nov 1954	77.90	Dec 1931

نلاحظ من الجدول (1) ان الاسواق المالية الأمريكية بدات تتأثر من أزمة الكساد العظيم في Sep (1929) إذ انخفض قيمة مؤشر Dow Jones من 380.33 نقطة ليستقر عند النقطة 343.45 ، اي انه فقد (37) نقطة من قيمته وانخفض بنسبة 10% خلال شهر واحد ، وتلاه في الشهر اللاحق انخفاض بنسبة 20 % عن الشهر الذي سبقه إذ استقر عند 273.51 نقطة . واستمرت حالات الانخفاض في قيمة المؤشر ليسجل ادنى مستوى له خلال مدة الازمة في (Jun 1932) أذ سجل قيمة المؤشر 42.84 نقطة ، اي ان مؤشر Dow Jones قد فقد (337.49) نقطة من قيمته منذ بداية الازمة ، اي انه انخفض بقيمة 89 % عن بداية الازمة . هذا الانخفاض الكبير في قيمة المؤشر والذي يعتمد في قياس قيمته على ثلاثين شركة صناعية يدل على الانخفاض الكبير في القيم السوقية لاسهم معظم الشركات المسجلة في البورصة ، كما ويدل على الخسائر العالية التي تكبدتها هذه الشركات ، لانه من المنطقي عادة ، تقلبات القيم السوقية لاسهم تدل على تقلبات في العوائد للشركات التي تقلبت قيمها السوقية ، كما ويدل على التأثير الكبير لازمة الكساد العظيم على الاسواق المالية الأمريكية التي ضربت الازمة اقتصادها . ولم يستعيد مؤشر Dow Jones قيمته ووصله الى القيمة التي كانت قبل الازمة الا في Nov 1954 ، اي بعد مرور اكثر من (25) سنة من بداية الازمة إذ سجل المؤشر 386.77 نقطة اي بزيادة 6.44 نقطة فقط عن بداية الازمة .

ثانياً : أزمة اسعار النفط والغذاء (1973)

يمكن القول ان أزمة السبعينيات انطلقت من القطاع الحقيقي والاولي ، الزراعي والنفطي ، وتعززت بالسياسات الأمريكية ومنها تعويم الدولار وتخلى الحكومة الأمريكية عن سيطرتها على اسعار النفط في بلادها ، لقد تفاقم الازمة عبر حلقة تبادل سلبي ثلاثي : القطاع الاولي ، الاسواق المالية ، بقية قطاعات الاقتصاد . انتقلت ازمة اسعار النفط والغذاء 1973 الى الاسواق المالية في Nov 1973 . وسنقوم بتحليل اثر الازمة على الاسواق المالية الأمريكية باستخدام ثلاثة من اشهر المؤشرات المعتمدة في الاسواق المالية وهي : مؤشر Dow Jones الصناعي والذي بدأ العمل به في 1896 ، ومؤشر S&P

500 ، ومؤشر Nasdaq للشركات التكنولوجية ، والجدول (2) يوضح قيم تلك المؤشرات خلال مدة الإزمة .

جدول (2)

قيم المؤشرات – Nasdaq – S&P 500 - Dow Jones

المدة	مؤشر Dow Jones نقطة	مؤشر S&P 500 نقطة	مؤشر Nasdaq نقطة
Oct 1973	956.88	108.29	110.17
Nov 1973	822.25	95.96	93.51
Dec 1973	850.86	97.55	92.19
Jan 1974	855.55	96.57	94.93
Feb 1974	860.53	96.22	94.35
Mar 1974	846.68	93.98	92.27
Apr 1974	836.75	90.31	86.86
May 1974	802.17	87.28	80.20
Jun 1974	802.41	86.00	75.96
Jul 1974	757.43	79.31	69.99
Aug 1974	678.58	72.15	62.37
Sep 1974	607.87	63.54	55.67
Jan 1975	703.69	76.98	69.78
Apr 1975	821.34	87.30	78.54
Jan 1976	976.28	100.86	87.05
Jun 1976	1.002.78	104.28	90.32
Apr 1978	837.32	96.83	115.18
Jan 1980	875.85	114.16	161.75

يمكن الملاحظة من الجدول (2) ان المؤشرات الثلاثة بدأت تفقد قيمتها في المدة (Nov 1973) ، إذ فقد مؤشر Dow Jones الصناعي 14.1 % من قيمته في بداية أزمة أسعار النفط والغذاء والتي وصلت الى الاسواق المالية في (Nov 1973) ، لينخفض قيمة المؤشر من 956.88 نقطة الى النقطة 822.25 للمدة (Oct1973- Nov1973) ، هذا الانخفاض في مؤشر Dow Jones صاحبه انخفاض مماثل في مؤشر S&P 500 في الوقت نفسه ، إذ انخفض من 108.29 نقطة الى 95.66 نقطة ، اي انه فقد نسبة 11.7 % من قيمته ، وانخفض قيمة المؤشر Nasdaq والذي يعتمد في قياسه على الشركات التكنولوجية بنسبة 15.2 % ليستقر عند النقطة 93.51 ، اي ان المؤشر Nasdaq كان الأكثر انخفاضاً في قيمته . ويمكن ان نلاحظ من الجدول أيضاً ان المؤشرات الثلاثة حافظت على مستوياتها خلال الفترة اللاحقة لغاية المدة (May 1974) ، إذ بدأ الانخفاض مرة أخرى وفي قيم المؤشرات الثلاثة ، وهذا يوضح مدى الترابط الكبير بين المؤشرات رغم اعتماد كل مؤشر في قياس قيمته على مجموعة من الشركات المختلفة الاختصاص ولكل مؤشر قاسم خاص به ، وهذا الترابط يؤكد تسجيل ادنى قيمة للمؤشرات الثلاثة في المدة نفسها (Sep 1974) ، إذ سجل المؤشر Dow Jones انخفاضاً بنسبة 36.5 % ليصل الى النقطة 607.87 من النقطة 956.88 في المدة (Oct 1973) ، وانخفض قيمة المؤشر S&P 500 بنسبة 42 % لنفس المدة ، اما المؤشر Nasdaq فقد انخفض ولنفس المدة بنسبة 49.5 % ، وهنا كان المؤشر Nasdaq الأكثر انخفاضاً أيضاً وهذا يوضح ان الشركات العاملة في القطاع التكنولوجي هو الأكثر تائراً من الإزمة ، وقد يكون السبب في هذا التاثر يعود الى كثرة الشركات العاملة في مجال التكنولوجيا في فترة السبعينيات والتي تعد هذه المدة هي بداية تطورها . اما من ناحية مدة تاثر الاسواق المالية وحسب المؤشرات الثلاثة ، فإن مؤشر Dow Jones استعاد قيمته الى ما قبل الإزمة في المدة (Jan 1976) اي بعد مرور سنتين وثلاثة اشهر ، إذ سجل المؤشر 975.28 نقطة ، وكما موضح في الجدول (2) ، اما المؤشر S&P 500 فقد احتاج الى مدة امدها ستة سنوات ونصف تقريباً ، إذ سجل المؤشر 114.16 نقطة في المدة (Jan 1980) ، ووصل قيمة المؤشر Nasdaq الى 115.18 نقطة وهذه القيمة هي قيمة مقاربة للقيمة التي كان عليه المؤشر قبل الإزمة في المدة (Apr 1978) اي بعد خمسة سنوات تقريباً من بداية الإزمة .

ثالثاً : إزمة انهيار سوق السندات 1987

هي الإزمة التي اطلق عليها إزمة الاثنين الاسود ، بدأت هذه الإزمة من القطاع المالي نفسه بعد ان انفجرت فقاعة أسعار السندات والذي ارتفعت بنسبة 296 % في المدة (Aug - 1982 Aug1987-)

، بدأ تأثير الأزمة واضحاً على الاسواق المالية الامريكية في (Oct 1987) ، إذ انخفضت قيم المؤشرات الثلاثة وكما موضح في الجدول (3) .

جدول (3)

قيم المؤشرات Dow Jones- S&p 500- Nasdaq خلال مدة الأزمة

المدة	مؤشر Dow Jones نقطة	مؤشر S&P 500 نقطة	مؤشر Nasdaq نقطة
Sep 1987	2,596.28	321.83	444.30
Oct 1987	1,993.53	251.79	323.30
Nov 1987	1,833.55	230.30	305.20
Dec 1987	1,938.83	247.08	330.50
Jan 1988	1,958.22	257.07	344.70
Feb 1988	2,071.62	267.82	367.00
Mar 1988	1,988.06	258.89	374.66
Apr 1988	2,032.33	261.33	379.20
Jun 1989	2,440.06	317.98	435.30
Jul 1989	2,660.66	346.08	453.80

بدأت الاسواق المالية الامريكية التآثر بازمة انهيار سوق السندات في المدة (Oct 1987) وكما موضح في الجدول (5) ، إذ انخفض قيمة مؤشر Dow Jones من النقطة 2596.28 ليستقر عند النقطة 1993.53 اي انه فقد 603 نقطة من قيمته التي تقابل نسبة 29.4 % من قيمته . كما وسجل ذات المؤشر ادنى قيمة له خلال الأزمة في المدة (Nov 1987) إذ سجل 1833.55 نقطة اي انه انخفض بنسبة 29.4 % عن قيمته في بداية الأزمة ، اما المدة الزمنية التي استغرقها المؤشر لاستعادة قيمته فبلغت سنة وتسعة اشهر إذ سجل قيمة المؤشر 2660.66 نقطة في المدة (Jul 1989) . اما المؤشر S&P 500 فان الانخفاض الاول له كان في نفس المدة التي انخفض فيها مؤشر Dow Jones في المدة (Oct 1987) ، إذ انخفض قيمة المؤشر بنسبة 21.8 % من النقطة 321.83 ليصل الى النقطة 251.79 . وسجل المؤشر ادنى قيمة له في المدة (Nov 1987) ليسجل قيمة المؤشر 230.30 نقطة اي انه انخفض بنسبة 28.5 % منذ بداية الأزمة . واستطاع المؤشر من استعادة قيمته الى ما قبل الأزمة في المدة (Jul 1989) . وتأثر قيمة مؤشر Nasdaq في المدة نفسها التي تأثر بها المؤشرين السابقين بازمة انهيار سوق السندات ، إذ انخفض قيمة المؤشر في اول هبوط له بنسبة 27.2 % من النقطة 444.45 ليصل الى النقطة 323.30 ، كما وسجل المؤشر ادنى قيمة له خلال مدة الأزمة في المدة (Nov 1987) إذ سجل انخفاضاً بنسبة 31.3 % عن قيمة قبل الأزمة ليصل الى النقطة 305.20 بعد ان كان عند مستوى 444.30 نقطة في المدة (Sep 1987) ، واستعاد المؤشر قيمته في المدة (Jul 1989) اي بعد مرور سنة وتسعة اشهر تقريباً . من خلال التحليل يمكن ملاحظة ان المؤشرات الثلاثة بدأت بالتآثر بازمة انهيار سوق السندات 1987 في نفس المدة (Nov 1987) ، كما وسجلت ادنى قيمة لها في نفس المدة ايضاً (Nov 1987) واستعادت المؤشرات الثلاثة قيمتها الى ما قبل الأزمة بعد مرور سنة وتسعة اشهر ، وهذا يدل على مدى ترابط المؤشرات الثلاثة ، ولكون اعتماد تلك المؤشرات على قطاعات مختلفة في قياس قيمها فمؤشر Dow Jones يعتمد في قياس قيمته على 32 شركة صناعية تعد من الشركات الابطأ نمواً في بورصة نيويورك ، ويعتمد مؤشر S&p 500 على 500 شركة من مختلف الاختصاصات والاحجام وتعد من الشركات ذات النمو الاسرع ويطلق على هذا المؤشر بارومتر السوق المالية الامريكية ، اما مؤشر Nasdaq فانه يعتمد في قياس قيمته على 3200 شركة اغلبها شركات تكنولوجيا ، وهذا يدل على مدى ترابط القطاعات المختلفة والمدرجة في السوق المالية وان تأثر اي قطاع بازمة معينة سوف يؤدي بالنتيجة الى تأثر القطاعات الاخرى . ويمكن ان نلاحظ من خلال الجدول (3) ان اعلى نسبة انخفاض سجل خلال ازمة انهيار سوق السندات كان من نصيب مؤشر Nasdaq إذ انخفض بنسبة 31.3 % ، وهذا يمكن تفسيره بارتفاع مستوى التعامل باسهم وسندات الشركات التكنولوجية في تلك الفترة والتي كانت في اوج تطورها .

رابعاً : الأزمة المالية العالمية 2007

بدأت الأزمة المالية العالمية او ازمة الرهن العقاري كما هي في الحقيقية بعد انفجار فقاعة اسعار العقارات عام 2007 ، وعجز المقترضون لقروض الرهن العقاري عن تسديد ما بذمتهم من اقساط والمتضمن جزء من اصل القرض والفوائد ، مما ادى الى خسائر عالية للمؤسسات المالية المقرضة لتلك

القروض و اعلان الكثير من تلك المؤسسات افلاسها ، واهم حالة افلاس شهدتها الازمة هي افلاس مصرف Lehman Brothers في (Sep 2008) ، وبالتالي انخفاض القيم السوقية لكثير من المؤسسات المالية وتاثر الاسواق المالية بشكل كبير . ويمكن القول ان ازمة الرهن العقاري بدأت كازمة سيولة بعد عجز المقترضون عن التسديد ثم انتقلها الى الاسواق المالية اي ان الازمة بدأت من القطاع المالي ثم انتقلت الى القطاع الاقتصادي . بدأ تاثر الاسواق المالية بالازمة في المدة (Nov 2007) كما موضح في الجدول (4).

جدول (4)

قيم المؤشرات Dow Jones- S&p 500 – Nasdaq خلال مدة ازمة الرهن العقاري

المدة	مؤشر Dow Jones نقطة	مؤشر S&P 500 نقطة	مؤشر Nasdaq نقطة
Oct 2007	13,930.01	1,549.75	2,859.12
Nov 2007	13,371.72	1,481.84	2,660.96
May 2008	12,638.32	1,400.14	2,522.66
Jun 2008	11,350.01	1,280.00	2,292.98
Jul 2008	11,378.02	1,267.38	2,325.55
Aug 2008	11,543.55	1,282.83	2,367.52
Sep 2008	10,850.66	1,166.36	2,091.88
Oct 2008	9,325.01	968.75	1,720.95
Nov 2008	8,829.04	896.24	1,535.57
Jan 2009	8,000.86	825.88	1,476.42
Feb 2009	7,062.93	735.09	1,377.84
Mar 2009	7,608.92	797.87	1,528.59
Sep 2010	10,150.65	1,090.10	2,176.84

نلاحظ من الجدول (4) ان تاثير ازمة الرهن العقاري 2007 على الاسواق المالية بدأ في المدة (Nov 2007) ، إذ انخفض مؤشر Dow Jones من النقطة 13930.01 الى النقطة 13371.72 ، اي انه انخفض بنسبة 4 % عن قيمة الشهر السابق ، وفي نفس المدة انخفض مؤشر S&P 500 بنسبة 4.5 % ليصل الى النقطة 1481.84 ، وفقد مؤشر Nasdaq التكنولوجي 198.16 نقطة من قيمته في بداية الازمة اي انه انخفض بنسبة 7 % . ويمكن ان نلاحظ من خلال الجدول (4) ان تاثير الازمة على الاسواق المالية بدأ واضحاً في المدة (Oct 2008) اي بعد اعلان مصرف Lehman brothers افلاسه في (15 Sep 2008) ، إذ فقد مؤشر Dow Jones 14 % من قيمته خلال المدة (Sep-Oct 2008) ، وفقد مؤشر S&P 500 17 % من قيمته خلال نفس الفترة ، اما مؤشر Nasdaq فانه فقد 17.3 % ولنفس المدة . اما ادنى قيمة سجله مؤشر Dow Jones فهي النقطة 7062.93 في المدة (Feb 2009) اي انه انخفض بنسبة 49.3 % عن قيمته عند بداية الازمة ، وسجل مؤشر S&P 500 انخفاضاً بنسبة 52.5 % ولنفس المدة ، اما مؤشر Nasdaq فانه سجل ادنى انخفاضاً له في هذه الازمة عند النقطة 1377.84 وفي المدة (Feb 2009) ايضاً اي انخفاضاً بنسبة 52 % عن المدة (Oct 2007) . وبعد مرور ثلاث سنوات من بداية ازمة الرهن العقاري لم يستطع اي مؤشر من المؤشرات الثلاثة ان يصل الى قيمته التي كان عليها قبل الازمة ، اي ان الاسواق المالية ما زالت تحت تاثير الازمة .

تحليل نتائج الدراسة :

سنعتمد في تحليل نتائج الدراسة على مؤشر Dow Jones الصناعي كونه المؤشر الوحيد الذي كان متوافر في الازمات الاربعة موضوع الدراسة ، والجدول (5) يوضح تلك النتائج .

جدول (5)

تحليل نتائج الدراسة

المتغير	ازمة الكساد العظيم 1929	ازمة اسعار النفط والغذاء 1973	ازمة الاثنين الاسود 1987	ازمة الرهن العقاري 2007
اول نسبة انخفاض سجله المؤشر	% 10	% 14	% 25	% 4
اعلى نسبة انخفاض سجله المؤشر	% 89	% 36	% 29	% 49
المدة التي احتاجها المؤشر لاستعادة قيمته	25 سنة و 3 اشهر	2 سنة و 3 اشهر	1 سنة و 9 اشهر	3 سنة و 1 احد الان

تعد ازمة الكساد العظيم وازمة اسعار النفط والغذاء من الازمات التي بدأت من القطاع الحقيقي وانتقلت الى القطاع المالي ، وازمة الاثنين الاسود او ازمة انهيار سوق السندات وازمة الرهن العقاري من الازمات التي بدأت من القطاع المالي نفسه . من خلال الجدول نلاحظ ان ازمة الكساد العظيم رغم انها من ازمات القطاع الحقيقي الا انها تعد من اقوى الازمات تأثيرا على الاسواق المالية ، إذ سجلت اعلى انخفاض لقيمة مؤشر Dow Jones في تاريخ الاسواق المالية بلغ 89 % ، كما تأثيرها على تلك الاسواق استمر مدة طويلة وهي الاطول لحد الان ولا اعتقد بان ازمة الرهن العقاري ستستمر هذه المدة ، وقد يكون هذا الاعتقاد مبني على اساس التطور في الابتكارات المالية والقوة الاقتصادية التي يتمتع بها العالم في الوقت الحاضر ولم تكن موجودة في مدة ازمة الكساد العظيم . فعند النظر الى الجدول (5) نلاحظ ان ازمة انهيار سوق السندات سجل اعلى نسبة انخفاض في المدة الاولى إذ بلغ 25 % ولكنه سجل 29 % كأعلى نسبة انخفاض له خلال مدة الازمة وهي النسبة الادنى من بين الازمات الاربعة ، اي ان الفرق بين اول واعلى نسبة انخفاض كان 4 % فقط . وازمة اسعار النفط والغذاء سجل فرقاً بين اول واعلى نسبة انخفاض 22 % ، اما ازمة الكساد العظيم فبدأ بانخفاض بنسبة 10 % واعلى انخفاض له بنسبة 89 % حسب مؤشر Dow Jones اي ان فرق بلغ 79 % ، وسجل ازمة الرهن العقاري فرقاً بنسبة 45 % خلال مدة الازمة . هذا يعني انه ليس بالضرورة ان تبدأ الازمة بانخفاض عالي في قيمة المؤشر لتكون الازمة الاقوى تأثيراً على الاسواق المالية وهذا ما لاحظناه بازمة انهيار سوق السندات والتي تعد الازمة الاضعف من بين الازمات الاربعة رغم قوة بدايتها وحسب متغيرات الدراسة ، ورغم البداية القوية لها الا انها لم يستمر تأثيرها سوى سنة وتسعة اشهر . اما الازمة التي تبدأ بنسبة انخفاض متدنية فيمكن ان يستمر هذا الانخفاض ليسجل اعلى نسبة انخفاض وهذا ما لاحظناه بازمة الكساد العظيم والذي سجل اعلى نسبة انخفاض في قيمة مؤشر Dow Jones ومنذ اعتماده في عام 1896 ، ولهذا يعد ازمة الكساد العظيم اقوى الازمات التي مرت على الاسواق المالية الأمريكية لحد الان . كما ويمكن القول ان ليس بالضرورة ان تبدأ الازمة من القطاع المالي لتكون اقوى الازمات على الاسواق المالية . وهذا يدعونا الى الاهتمام بكل انخفاض يحدث في قيمة المؤشر ومهما بلغت نسبته ومحاولة فهم الاسباب ووضع المعالجات منذ البداية .

المبحث الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

اولاً : الاستنتاجات

- 1 - تعد ازمة الكساد العظيم (Great depression) 1929 من اقوى الازمات تأثيراً على الاسواق المالية منذ نشأتها ولحد الان .
- 2 - ليس بالضرورة ان تبدأ الازمة المالية من القطاع الحقيقي او القطاع المالي لتكون الاكثر تأثيراً على الاسواق المالية ، او ان تبدأ بالانخفاض الاكبر لتكون الاكثر تأثيراً .
- 3 - طول مدة تأثير الازمة على الاسواق المالية يعتمد على حجم المعالجات التي يمكن ان تقدم لحلها .
- 4 - ترابط موجودات الاسواق المالية من مختلف الاوراق المالية بشكل كبير ، وهذا ما يعكسه ترابط المؤشرات الثلاثة (Dow Jones - S&P500 - Nasdaq) رغم اعتماد كل مؤشر على قطاع معين في قياس قيمته .

- 5 - معظم الازمات التي حدثت خلال المدة الماضية كانت بسبب فقاعة اسعار الموجودات ، وبسبب الاستخدام الواسع والكبير للابتكارات المالية والهندسة المالية والتي وسعت الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي .
- 5 - يمكن استخدام النفط من قبل الدول المنتجة لها كسلاح للتاثير على اقتصاديات الدول المعادية لها .

ثانياً : التوصيات

- 1 - اعتماد القيمة العادلة او القيمة الجارية في تسعير الموجودات والمطلوبات ضمن القوائم المالية ، وهذا ما توفره الصيرفة الاسلامية .
- 2 - تشديد الرقابة على المؤسسات المالية وخاصة ما يخص مبدأ الشفافية والافصاح ، ووضع كافة المعلومات سواء كانت ايجابية ام سلبية امام جميع المستثمرين بدون استثناء .
- 3 - الاهتمام بأي انخفاض قد يحدث في القيم السوقية للاسهم ومهما يكون صغيراً ومحاولة وضع الحلول لها ومنذ البداية .
- 4 - استخدام النفط من قبل الدول العربية المنتجة للنفط كسلاح للتاثير على الاسواق المالية العالمية والتي تعد المرتكز الاساسي للاقتصاد العالمي .

المصادر :

اولاً : المصادر العربية

- 1 - الرازي ، ابو بكر مختار الصحاح - دار الرسالة - الكويت 1989 .
- 2 - ارنولد ، دنيل " تحليل الازمات الاقتصادية للامس واليوم " - ترجمة عبد الامير شمس الدين - المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع - بيروت - 1992 .
- 3 - الخفاجي ، سمير سهام " تحليل تطور الازمات الاقتصادية في النظام الراسمالي مع التركيز على الازمة الاقتصادية لبعض دول جنوب اسيا " - اطروحة دكتوراه - جامعة بغداد - 2001 .
- 4 - عليوة ، السيد " ادارة الازمات والكوارث ، مخاطر العولمة والارهاب الدولي " مركز القرار للاستثمار - القاهرة - 2004 .
- 5 - اليوسف ، يوسف خليفة " الازمة المالية والاقتصاديات الخليجية " مجلة المستقبل العربي - العدد 358 - السنة الحادية والثلاثون - 2008 .
- 6 - كورتل ، فريد " الازمة المالية العالمية واثرها على الاقتصاديات العربية " جامعة سكيكدة - كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - الجزائر - 2009 .
- 7 - صالح ، مظهر محمد " اسلمة الراسمالية المالية ام عولمة الصيرفة الاسلامية " - المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - بغداد - 2009 .
- 8 - عاشور ، بشرى " الاقتصاد العراقي بين ازمة الكساد 1929-1932 والازمة المالية العالمية 2008 (الاتار والمعالجات) - المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية - السنة السابعة 2009 .
- 9- يارة ، سمير عبد الصاحب " ازمة الرهن العقاري واثرها في القيمة السوقية للاسهم - دراسة تحليلية لمصرف Lehman brothers " رسالة ماجستير - الجامعة المستنصرية - 2009 .
- 10 - الكواري ، علي خليفة " الطفرة النفطية الثالثة - حالة اقطار مجلس التعاون " مجلة المستقبل العربي - العدد - 358 - 2009 .

ثانياً : المصادر الاجنبية

- 11- Mishkin S . Frederic &White N.Eugene " U.S.Stock Market Crashes and their aftermath : Implication for monetary policy - 2003 .
- 12- " Oxford Dictionary " 17 th ed - London - oxford university press- 2005 .
- 13- " Webster " 11 th New international dictionary , copy right C&Cmerrian - 2005 .
- 14- Ross,Stephen , Wester field, Randol W. and Jorden , Bradford D. " Fundaments of corporate financial " - McGraw- Hill - Irwin- 2008 .

مواقع الانترنت :

15 - WWW. NYSE . Com