

القسط الأول

مقدمة

**INTRODUCTION**



## تمهيد الإصدار الثالث

### الأزمة المالية العالمية<sup>(١)</sup>

تصدر الطبعة السادسة من الإصدار الثالث من كتاب «الإدارة التمويلية في الشركات» في عام ٢٠٠٩م وما زال العالم يعاني من شبح الكساد والبطالة كنتيجة للأزمة المصرفية المالية الاقتصادية الأمريكية التي بدأت تبشيرها بالظهور منذ صيف ٢٠٠٧م واشتدت حماها في أيلول ٢٠٠٨م وما زالت مستمرة، حيث من المتوقع أن تمتد إلى الجزء الأعظم من عام ٢٠٠٩م، وقد تتعداه إلى العام ٢٠١٠م.

فقد دخل أكبر اقتصاد في العالم، اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الذي يعتبر رافعة اقتصاديات الدول الأخرى في أوروبا واليابان والصين والهند وجنوب شرق آسيا والخليج، في مرحلة الكساد منذ بداية ٢٠٠٨م حسب المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية NBER الأمريكي، الجهة الرسمية الوحيدة المخولة الإفتاء في دورات الأعمال Business Cycles.

كذلك أعلن أن دول الاتحاد الأوروبي قد دخلت في مرحلة الكساد مع بدايات النصف الثاني من عام ٢٠٠٨م. أما الصين واليابان ودول جنوب شرق آسيا والهند التي تعتمد بشكل كبير على التصدير إلى السوق الأمريكي فقد تراجعت صادراتها إلى الولايات المتحدة بشكل كبير ما جعل النشاط الاقتصادي في هذه الدول يتراجع بحدة، وهي أيضاً بدأت تعاني من الانكماش الاقتصادي.

ناهيك عن دول الخليج العربي التي تعتمد في إيراداتها أساساً على تصدير البترول الذي انخفضت أسعاره بشكل مربع من ١٤٧,٥٠ دولار للبرميل في تموز الماضي إلى حوالي

(١) مأخوذة من محاضرة ألقاها د. محمد أيمن عزت الميداني بعنوان «الأزمة المالية العالمية: أسبابها وتداعياتها ومنعكساتها على الاقتصاد العالمي والعربي والسوري» في ندوة الثلاثاء - جمعية العلوم الاقتصادية السورية بتاريخ ٦ كانون الأول ٢٠٠٩م، المركز الثقافي العربي - المزة - دمشق - سورية.

٦٠, ٤٤ دولاراً في ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٨م (أي بنسبة ٧٠٪)، ما يعني أن موازنتها وإنفاقات حكوماتها ومعدلات نموها ستراجع ما يؤثر على كافة النشاطات الاقتصادية فيها وقد تبين ذلك جلياً في تراجع مؤشرات أسواقها المالية بحدة واشتداد أزمة السيولة في مصارفها. يتراوح سعر برميل النفط حالياً (١٩ حزيران ٢٠٠٩م) فوق الـ ٧٠ دولاراً للبرميل.

وبالرغم من التخفيض المستمر في معدلات الفائدة التأشيرية في الدول الصناعية الكبرى (معدل الفائدة على الأموال الاتحادية حالياً - فيديرال فندز ٢٥, ٠٪ في الولايات المتحدة الأمريكية منخفضاً من ٢٥, ٥٪ في بداية ٢٠٠٧م، البنك المركزي الإنكليزي BOE أجرى أكبر تخفيض في الفائدة مقداره واحد بالمئة ليصل معدل الفائدة التأشيري إلى ٢٪) كان ٧٥, ٥٪ في نهاية ٢٠٠٧م)، وألحقه بتخفيض آخر بـ ٥, ٠٪ في ٨ / ١ / ٢٠٠٩م ليصبح ٥, ١٪، ثم أعقبه بتخفيض إضافي ٥, ٠٪ في ٥ شباط ٢٠٠٩م تبعه تخفيض آخر مساو ليصبح ٥, ٠٪، وهو أدنى معدل فائدة تأشيري إنكليزي منذ أحداث بنك إنكلترا BOE في ١٦٩٤م<sup>(٢)</sup>، وقام البنك المركزي الأوربي ECB بعدة تخفيضات على الفائدة التأشيرية لتصبح ١٪ حالياً (كانت ٢٥, ٤٪ في بداية ٢٠٠٨م). لكن التخفيض الكبير في معدلات الفائدة لم يؤثر كثيراً على تشجيع قطاعات الأعمال والمستهلكين والمقاولين على الاقتراض للاستثمار والإنفاق الاستهلاكي والبناء.

فالمستهلكون الذين خسروا منازلهم ووظائفهم وقيمة مدخراتهم الموظفة في أوراق مالية في البورصات من جراء أزمة الرهن العقاري وتداعياتها توقفوا عن الإنفاق فتداعى الطلب على السلع والخدمات في الاقتصاد الوطني وتوقفت قطاعات الأعمال عن الاستثمار وعمدت إلى تخفيض الإنتاج. ففي قطاع صناعة السيارات مثلاً، تعتمد الشركات الكبرى جنرال موتورز وفورد وكرايزلر إلى إغلاق بعض معاملها لتخفيض الإنتاج وتسريح

(2) Financial Times, February 6, 2009 P.1

### تمهيد الإصدار الثالث

عمال وموظفين وإعادة هيكلة و/ أو البحث عن شركاء للإندماج أو الاقتناء وتستجدي العون من الحكومة لتجنب الاضطرار إلى الإعلان عن إفلاسها. وتنظر الحكومة الأمريكية والكونغرس في مسألة تقديم قروض مشروطة بـ ١٥ مليار دولار إلى شركات السيارات الثلاثة؛ حتى لا تفلس لأن ذلك يعني صرف ٤ - ٥ ملايين من العمال والموظفين من هذه الصناعة والصناعات العديدة المرتبطة بها.

أما القطاع المالي فما زال يرزح تحت خسائر كبيرة بسبب تخلف القرض العقاري عن الدفع وانهار قيم الأوراق المالية المستندة عليها (CDOs and CDSs) ما حول أرباح المؤسسات المالية إلى خسائر أكلت رساميلها (الأموال الخاصة) وأدت إلى إفلاس اثنين من أكبر مصارف الاستثمار في العالم Bear Stern & Lehman Bros وإفلاس مصارف تجارية مثل American International Group - AIG إلى مشارف الانهيار لولا تدخل الحكومة لإنقاذها بقرض ٨٥ مليار دولار بفائدة ١١٪ يسدد خلال عامين وأخذ حصة ٨٠٪ من ملكيتها مقابل ذلك. وما لبث هذا القرض أن ارتفع إلى أكثر من ١٥٠ مليار دولار لمنع الانهيار. أحدثت خسائر بنوك الاستثمار الأمريكية للربع الثالث من عام ٢٠٠٨م كانت ٣٧, ٢ مليا دولار Morgan Stanley و ٢٩, ٢ مليار دولار Goldman Sachs.

الواضح أن الوضع الاقتصادي في أمريكا والعالم قد وصل إلى ما يدعوه الاقتصادي الإنكليزي العظيم لورد كينز مصيدة السيولة Liquidity Trap حيث لا يجدي بعدها نفعاً أي تخفيض في معدلات الفائدة لتشجيع الاقتراض والاستثمار وتخفيف النمو الاقتصادي، وأن السبيل الوحيد لذلك هو الإنفاق الحكومي والكثير منه، وهذا ما بدأ جهابذة السياسة الاقتصادية الأمريكيين في إدراكه متأخرين، فاتجهوا إلى برامج التخفيف الاقتصادي Government Spending Programs للحد من مصادرة بيوت الرهن العقاري Foreclosures، مساعدة شركات السيارات الكبرى لمنع انهيارها، والصرف على مشاريع

البنية التحتية والتعليم وبدائل الطاقة، بعد أن كان الدعم متجهًا إلى المصارف فقط. وقد ظهر هذا جليًا في برامج مرشحي الرئاسة الأمريكية أوباما وماكين في أواخر الحملة الانتخابية، ومن ثم بشكل أكثر وضوحًا في السياسات الاقتصادية للرئيس المنتخب أوباما. وكانت دول الاتحاد الأوروبي والعملاقان الاقتصاديان الصين واليابان قد سبقوا الولايات المتحدة في خيارى الإنقاذ المالى للمصارف والتحفيز الاقتصادى.

## أسباب الأزمة

بدأت الأزمة المالية العالمية أساسا كمشكلة مصرفية استثمارية مالية أمريكية بحته، نتجت عن شطط وتجاوزات كبيرة لمبادئ الإدارة الحكيمة لمخاطر الائتمان في سوق الرهن العقارى. شارك في إنتاج هذه الأزمة وتفاقمها سمسرة عقار Mortgage Brokers ومؤسسات مالية. لعل أهم أسباب الأزمة بشكل أكثر تحديداً هي الآتية:

١ - تخفيض معدلات الفائدة في أمريكا إلى مستويات متدنية جداً وإغراق الأسواق المالية بالسيولة بعد ٩ / ١١ / ٢٠٠١م حيث انخفض معدل الفائدة التأسيري على الفيديرال فندز من ٦,٥ بالمئة في آب ٢٠٠٠ إلى ١٪ في ٢٠٠٣م. ثم ارتفع معدل الفائدة المذكور إلى ٢,٥, ٥٪ في ٢٠٠٦م. عمد البنك المركزى الأمريكى إلى تخفيض معدل الفائدة هذا مع بداية أزمة الرهن العقارى في النصف الثانى من عام ٢٠٠٧م تدريجياً ليصل إلى ٢,٥, ٥ بالمئة حالياً.

٢- الجشع والطمع والاحتيال من قبل بعض سمسرة القروض العقارية، بنوك الإقراض العقارى، المصارف التجارية، بنوك الاستثمار، وشركات وساطة الأوراق المالية الكبيرة، والمستثمرين المؤسساتيين (صناديق استثمار وصناديق تقاعد وصناديق تحوط) وشركات تأمين. استغل سمسرة القروض العقارية والمصارف الانخفاض في معدلات الفائدة في الفترة ٢٠٠٢م- ٢٠٠٥م لإغراء أناس لا يتمتعون بجدارة ائتمانية كافية للاقتراض لشراء

### تمهيد الإصدار الثالث

منازل، وحتى ساعدوهم أحياناً ويعلم المصارف بتزوير دخلهم ليصبحوا مؤهلين (مقبولين) لأخذ قرض عقاري من المصارف. كانت أقساط القرض الشهرية ضمن إمكانيات أصحاب البيوت الجدد طالما بقيت معدلات الفائدة على مستواها المنخفض. ولكن ما إن ارتفعت معدلات الفائدة حتى ارتفعت الفوائد المسجلة على القروض العقارية وازدادت الأقساط الشهرية على القروض العقارية بما يتجاوز إمكانيات أصحاب البيوت فتوقفوا عن التسديد. وتحولت القروض العقارية على ميزانيات المصارف إلى قروض متعثرة، ولجأت المصارف إلى مصادرة البيوت Foreclosures وعرضها في المزاد العلني لتسييلها ما أدى إلى تدهور أسعار العقارات بشدة.

٣- الهندسة (الابتكارات) المالية التي مكنت المصارف من بيع و/ أو تسنيد (توريق) Securitization قروضها العقارية وإصدار مشتقات مالية معقدة جداً بضمانتها على شاكلة سندات Collateralized Debt Obligations (CDOs)، وتأمين القروض العقارية و/ أو السندات الصادرة عنها (بضمانتها) لدى شركات تأمين من خلال Credit Default Swaps (CDSs).

الـ CDOs هي عبارة عن سندات ناتجة عن إعادة هيكلة محافظ قروض عقارية ومصدرة بضمانة هذه القروض. وتعتمد الجدارة الائتمانية لهذه السندات وبالتالي قيمتها في السوق على نوعية القروض العقارية واستمرارية تسديد الدفعات عليها.

الـ CDSs هي عبارة عن رهانات تسمح بتحقيق أرباح خيالية للمضاربين إذا تخلفت القروض العقارية عن الدفع Defaulted. هذه الرهانات تأخذ شكل عقود تأمين Insurance Contracts على القروض العقارية أو على السندات الصادرة عنها أبرمتها مؤسسات مالية أمريكية كبيرة.

نشطت بنوك استثمار رئيسة مثل Bear Stern & Lehman Bros وشركات وساطة مالية كبرى Merrill Lynch ومؤسسات ضمان الرهن العقاري Fannie Mai and Freddie Mac وشركة تأمين كبرى American International Group (AIG) في عمليات التسديد والتأمين.

وقد دعا المستثمر الشهير Warren Buffett هذه المشتقات المالية «أسلحة الدمار الشامل المالية»<sup>(٣)</sup>. وقدرت مجلة Business Week حجم عقود الـ CDS القائمة في نهاية ٢٠٠٧ بـ ٥٨ تريليون دولار<sup>(٤)</sup>.

٤- تسويق هذه الأدوات (المشتقات) المالية عالية المردود على نطاق واسع إلى مستثمرين مؤسساتيين من مصارف ومصارف استثمار وشركات تأمين وصناديق استثمار وصناديق تقاعد وتحوط وبنوك مركزية عالمية وصناديق سيادية (في الصين واليابان وكوريا وروسيا وأوروبا ودول الخليج... إلخ). تدين المؤسسات المالية المصدرة لهذه المشتقات المالية إلى المستثمرين فيها بألاف المليارات (عشرات التريليونات من الدولارات).

٥- غياب الرقابة الفعالة من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية SEC وبنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي على عمليات تسنيد القروض العقارية وتأمينها وتسويقها للمصارف والصناديق بهدف تنظيمها وتقدير مخاطرها، ما يبشر بامتداد المشكلة إلى القروض العقارية التجارية، ديون بطاقات الائتمان، وديون شراء السيارات، وديون القروض الدراسية.

٦- فشل وكالات التصنيف الائتماني Moody's, Standard & Poor's, Fitch في تخفيض علامات التصنيف للمصارف والأدوات المالية الصادرة عنها في الوقت المناسب، ما أوقف صمام أمان يعتمد عليه المستثمرون في الأسواق المالية في عملة التقييم عند اتخاذ قرارات الاستثمار.

## نتائج الأزمة

أدت المشكلة المصرفية الاستثمارية المالية الأمريكية إلى نتائج (أزمة) اقتصادية خطيرة محلياً وعالمياً من الممكن تلخيصها في الأمور الآتية:

(3) Ben Stein, Everything You Wanted to Know About the Credit Crisis But Were Afraid to Ask, Yahoo. Finance, September 22, 2008.

(4) Business Week, October 6, 2008, P71.

## تمهيد الإصدار الثالث

١- تفاقم الديون العقارية المتعثرة لدى المصارف وانتشارها، وتراجع قيمة البيوت السكنية بشكل كبير (٢٠ - ٥٠ بالمئة)، إلى حد أن القيمة السوقية للمنازل أصبحت أقل من قيمة القروض المأخوذة عليها Negative Equity ما حدا، حتى بأصحاب القروض القادرين على التسديد بالتوقف عن الدفع.

٢- قامت البنوك بداية برصد مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها، ثم عمدت إلى شطب القروض العقارية الهالكة، ومن ثم إلى شطب توظيفاتها في السندات والمشتقات المالية المضمونة بالقروض العقارية التي أصبحت عديمة القيمة أو متعذراً تقييمها، كل ذلك على حساب الأرباح، وإذا لم تكف الأرباح فعلى حساب رأسمال الملكية (حقوق المساهمين).

٣- وهكذا بدأت الخسائر الكبيرة في البنوك تظهر مؤدية إلى تآكل رساميلها، ولم تتمكن البنوك من الحصول على قروض أو رساميل جديدة لضعف جدارتها الائتمانية، ما أدى إلى إفلاس بعض البنوك Lehman Brothers.

٤- لكن الحكومة الأمريكية سارعت إلى ترتيب عمليات استحواذ من قبل بنوك كبيرة صامدة نسبياً لبنوك تشارف على الإفلاس بمساعدة مالية من البنك المركزي ووزارة الخزانة مثل استحواذ JP Morgan Chase على Bear Stern، وشراء Bank of America شركة وساطة الأوراق المالية Merrill Lynch بنصف قيمتها، وشراء بنك Wells Fargo بنك التسليف العقاري Washington Mutual. وتم إسعاف مجموعة التأمين العالمية AIG بـ ١٥٠ مليار دولار قروض من الحكومة الأمريكية لعجزها عن تلبية مطالبات لتغطية قروض عقارية متعثرة وسندات مضمونة بقروض عقارية توقفت عن الدفع كانت قد قامت بضمانها.

٥- باستمرار الأزمة فقدت الثقة ما بين المؤسسات المالية وتجدد سوق الائتمان (الإقراض) ما بين المصارف ومن المصارف إلى القطاعات الاقتصادية، فعمت البطالة وتراجع الإنفاق الاستهلاكي ما أدى إلى تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي ودخول البلاد في مرحلة الكساد الاقتصادي.

٦- وكمؤشر على تجمد سوق الائتمان ما بين المصارف ارتفع معدل فائدة Libor Overnight Rate ليور للاقتراض ما بين المصارف لليلة واحدة إلى ٨٨, ٦٪ في ٣٠ أيلول ٢٠٠٨م مقارنة مع ٢ بالمئة معدل فائدة الأموال الفيديرالية التي يحددها المصرف المركزي الأمريكي في ذلك الوقت، أي بعلاوة مخاطر عالية غير مسبوقة تصل إلى حوالي ٥ بالمئة.

٧- وكمؤشر آخر على استمرار الأزمة تحسن معدل صرف الدولار الأمريكي أمام اليورو مما يقرب ٦٠, ١ في تموز ٢٠٠٨م إلى ٣٢, ١ دولار/ يورو في ١٠ كانون الأول ٢٠٠٨م، أي بنسبة ٥, ١٧٪ في أقل من ستة أشهر. فبالرغم من المصاعب الاقتصادية الأمريكية يبقى الدولار الأمريكي ملاذًا آمنًا للمستثمرين الذين يحتاجونه لشراء أذونات خزينة أمريكية عديمة المخاطر للمحافظة على رساميلهم على الأقل بعد أن فقدوا الثقة في الأدوات المالية الأخرى.

٨- ومن المؤشرات الأخرى على استمرار الأزمة تزايد درجات تجنب الخطر لدى المستثمرين ما أدى إلى انخفاض العائد Yield على أذونات الخزينة الأمريكية مدة شهر ومدة ٣ أشهر إلى الصفر وإلى ٤٩, ٠ بالمئة على أذونات الخزينة لسنة بتاريخ ١٠ كانون أول ٢٠٠٨م، ما يعني أن المستثمرين مستعدين للاستثمار في أذونات الخزينة الآمنة حتى بدون عائد في سبيل المحافظة على أموالهم.

٩- كنتيجة للأزمة المصرفية والأزمة الاقتصادية انهارت الأسواق المالية الأمريكية. فقد تراجع مؤشر أسعار الأسهم Dow Jones Industrials بنسبة ٣٨ بالمئة من أعلى مستوى وصل له في ٨ تشرين الأول ٢٠٠٧م حيث كان ١٤٠٤٣ إلى ٨٧٦١ نقطة يوم ١٠ / ١٢ / ٢٠٠٨م، وفي العام ٢٠٠٨م خسر مؤشر داو ٨, ٣٣ بالمئة من قيمته، وخسر مؤشر S&P 500 ٥, ٣٨ بالمئة، بينما خسر مؤشر نازداك ٥٠, ٤٠ بالمئة من قيمته. وقد يكون مفيدًا ذكر مدى خسارة بعض أسهم الشركات الرئيسة في العام ٢٠٠٨م. فقد سهم شركة جنرال موتورز

### تمهيد الإصدار الثالث

٨٧ بالمئة من قيمته، وفقد سهم VAIG ٩٧ بالمئة من قيمته، وفقد سهم بنك سيتي ٧٨ بالمئة من قيمته<sup>(٥)</sup>.

١٠- وقد لحقت بدول العالم من الصين إلى اليابان إلى دول جنوب شرق آسيا إلى روسيا إلى دول الاتحاد الأوروبي.. إلخ خسائر بمئات المليارات من الدولارات. فقد قدر مجلس الاحتياط الفيدرالي خسائر الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال الأمريكية بأكثر من ٤٠٠ مليار دولار منذ بداية الأزمة وحتى نهاية حزيران الماضي. وباستمرار تداعي الأسواق المالية يقدر أن تتجاوز هذه الخسائر التريليون (ألف مليار) دولار<sup>(٦)</sup>.

١١- انخفاض سعر برميل البترول من ١٤٧ دولارًا في تموز ٢٠٠٨م إلى أقل من ٤٥ دولارًا/ للبرميل في نهاية عام ٢٠٠٨م أي بنسبة ٧٠ بالمئة بسبب الكساد الاقتصادي العالمي المتوقع والانخفاض في الطلب الممكن على البترول.

١٢- كذلك تراجعت إلى النصف تقريباً أسعار السلع الغذائية (حبوب بأنواعها-قمح، شعير، صويا، ذرة، أرز) والسلع المعدنية (حديد، نحاس، ... إلخ) بسبب التراجع الكبير المتوقع في الطلب.

١٣- وجود فرص للاستثمار في شركات ذات قيمة بعد أن انخفضت أسعار أسهمها إلى مستويات متدنية جداً.

### تأثيرها على دول العالم

١- انتشرت العدوى إلى جميع المؤسسات المالية في العالم (وحتى إلى مصارف مركزية) عبر إقدام هذه المؤسسات على التوظيف (الاستثمار) فيما سمي الأوراق المالية المسمومة

(5) Chuck Milkolajczak and Chris Sanders, «Wall Street Closes Out Worst Year Since the Depression,» Reuters, December 31, 2008.

(6) جريدة الحياة، ١٣ تشرين أول ٢٠٠٨، ص ١١.

**Toxic Securities** مثل **Collateralized Debt Obligations (CDOs)** سندتات مضمونة بقروض الرهن العقاري و**Credit Default Swaps (CDSs)** عقود تأمين سندتات الرهن العقاري ضد التخلف عن الدفع **Default** في القروض العقارية. وقد كانت هذه الأدوات المالية هي الفيروس **Virus** الذي نشر العدوى.

٢- تعممت الخسائر على بلاد العالم التي وظفت احتياطياتها النقدية في أوراق مالية في البورصات الأمريكية، وفي الأدوات المالية عينها التي كانت سبب المشكلة أي الـ **CDOs & CDSs**، ووصلت الخسائر للمصرف المركزي الصيني والياباني وإلى الصناديق السيادية التي استدعت لتمويل حل المشكلة.

٣- نجحت أمريكا في شطب ديونها على العالم (إن كانت بشكل ودائع أو أوراق مالية) من خلال تخفيض قيمتها بنسب كبيرة قد تصل أحياناً إلى الصفر.

٤- تسبب كل ذلك بانهيار في البورصات العالمية في آسيا وأوروبا والخليج وأمريكا اللاتينية ما أدى إلى شطب المليارات من القيم السوقية للأوراق المالية المدرجة. ساعد في ذلك تصفية المراكز التي قام بها مستثمرون أجانب (**Mutual Funds**) لتغطية خسائرهم في بلادهم. قدرت وكالة بلومبيرغ **Bloomberg** التي تابعت أداء ٨٩ سوقاً مالية حول العالم خسارة الأسواق بـ ٣٠ تريليون دولار من قيمة الأسهم المتداولة<sup>(٧)</sup>. وفيما يلي خسارات البورصات العالمية في عام ٢٠٠٨م.

- مؤشر نيكاي ٢٢٥ الياباني فقد ١, ٤٢٪.

- بورصة شانغهاي خسرت ٣ تريليونات دولار من قيمتها.

- مؤشر هانغ سانغ في هونغ كونغ تراجع ٤٨٪.

(٧) «النفط وبورصات الخليج ضحايا الركود الاقتصادي الدولي وتراجع الطلب... موت بطيء لأسواق الأسهم... وللثقة بالمصارف ومؤسسات الاستثمار»، جريدة الحياة، ١ / ١ / ٢٠٠٩.

- مؤشر فاينانشيال تايمز ١٠٠ في بورصة لندن خسر ٤, ٣٢٪.
- مؤشر فاينانشيال تايمز - يوروفرست ٣٠٠ تراجع ٧, ٤٥٪.
- مؤشر داكس الألماني خسر ٤٠٪.<sup>(٨)</sup>

٥- دخل العالم في مرحلة الكساد الاقتصادي حيث خسر الملايين وظائفهم ومدخراتهم المستثمرة في أوراق مالية. وبفقدان عناصر ثروتهم انكفأ المستهلكون عن الإنفاق وتراجع الطلب العام على كل شيء. حدا ذلك بالشركات إلى إغلاق فروعها ومعاملها وتسريح الموظفين والعمال.

### معالجات الأزمة العالمية

- ١- السياسة النقدية: تخفيض معدلات الفائدة و ضخ السيولة.
- ٢- انقاذ مؤسسات مالية مشرفة على الانهيار بعمل ترتيبات لدمجها أو اقتنائها من قبل مؤسسات مالية أخرى قادرة أو منحها قروضاً حكومية مقابل أخذ حصص في ملكيتها.
- ٣- السياسة المالية: الإعلان عن مشاريع حكومية بمئات المليارات من الدولارات لمساعدة مؤسسات مالية وشركات إنتاجية وبرامج إنفاق لتحفيز الاقتصاد.
- ٤- كان هناك خطر جسيم على الاقتصاد العالمي ما قبل الأحد ١٢ تشرين أول ٢٠٠٨م لو سمح باستمرار انهيار البنوك الكبيرة وإفلاسها. لكن المقدرات القيادية الرفيعة Leadership التي أظهرها الرئيس الفرنسي ساركوزي حين جمع قادة دول الاتحاد الأوروبي ورئيس الوزراء البريطاني في باريس في اليوم المذكور آنفاً واتخذوا القرارات المهمة التي جنبت العالم الانهيار المصرفي والمالي والاقتصادي والفوضى العارمة التي تنتج عن ذلك والتي لا يستطيع أحد أن يتنبأ بنتائجها. القرارات المهمة المتخذة كانت مستوحاة من سياسات السيد غوردن براون، وهي:

(٨) نفس المصدر المبين أعلاه.

- تأمين الودائع المصرفية بالكامل (منعت الركة على المصارف لسحب الودائع وهي وحدها كفيلة بإفلاس أي مصرف).
- تأمين القروض ما بين المصارف، وقد أعادت تدفق السيولة نوعاً ما بين المصارف بعد أن كانت قد جفت كلياً معرضة المصارف المحتاجة إلى سيولة إلى الانهيار والإفلاس.
- دعم رساميل البنوك المحتاجة إلى إعادة رسملة بمدّها بأموال الرأسمال لدعم كفايتها الرأسمالية وتجنبها الانهيار.
- ٥- وضعت هذه القرارات الأزمة على طريق الحل. فقد توصلت مختلف القمم الأوروبية إلى توفير حوالي ألفين مليار يورو لدعم النظام المصرفي وتنشيط الاقتراض ما بين المصارف كخطوة أولى لاستئناف تقديم القروض للمؤسسات المتوسطة والصغيرة التي تعتبر عماد النشاط الاقتصادي.
- ساهمت الخطة في تحصين المؤسسات المصرفية من الإفلاس لكنها لم تؤدّ غرض تنشيط الائتمان إلى المؤسسات الاقتصادية<sup>(٩)</sup>. لذلك فإن الأزمة قد تطول ويحتاج حلها إلى فترة من الزمن.

### تأثير الأزمة على الاقتصاد العربي

من الممكن تقسيم البلاد العربية إلى منتجة للبتروول مثل دول الخليج وليبيا والجزائر ومصر وسورية واليمن إلى حد ما، ودول مستوردة للبتروول مثل سورية ولبنان والأردن وتونس والمغرب.

الدول المنتجة للبتروول تأثرت كثيراً بالأزمة المالية العالمية خاصة للأسباب الآتية:

(٩) «٢٠٠٨ المستهلكون يتقشفون والمؤسسات لا توظف والبنوك لا تقرض... الاتحاد الأوروبي: إفلاس الشركات يتخذ منحى خطيراً وتريليونا يورو لدعم المصارف»، جريدة الحياة، ١ / ١ / ٢٠٠٩.

١- انهيار أسعار البترول من ١٤٧ دولارًا للبرميل في تموز ٢٠٠٨م إلى ما دون ٤٥ دولارًا في نهاية ٢٠٠٨م، أي بنسبة ٧٠٪.

٢- تراجع الطلب وهبوط الأسعار في صناعة البتروكيمياويات، وهي أحد أعمدة الصناعة التصديرية في الخليج العربي<sup>(١٠)</sup>.

٣- التراجع الكبير في إيرادات البترول قديؤدي إلى تخفيض الإنفاق العام، ظهور عجوزات في موازنات الحكومات، التباطؤ في أو تأجيل أو حتى توقف الإنفاق على المشاريع، وشح في السيولة في اقتصاديات الدول البترولية، ما يؤدي إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي.

أمثلة: بالرغم من أن المملكة العربية السعودية أعلنت عن أكبر موازنة في تاريخها (٤٧٥ مليار ريال) بهدف تنفيذ الاقتصاد، إلا أن حجم الإيرادات المتوقع (٤١٠ مليارات ريال) سيجعل عجز الموازنة (٦٥ مليار ريال) يصل إلى ٧,١٣٪ أي أعلى نسبة عجز منذ العام ٢٠٠٢م<sup>(١١)</sup>. ويتوقع محللون اقتصاديون أن يتراجع معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي من ٩,٤٪ عام ٢٠٠٨م إلى ٩,١٪ في العام ٢٠٠٩م<sup>(١٢)</sup>.

رجحت مؤسسة ميريل لينش تراجع معدل نمو الاقتصاد الإماراتي من ٥,٧٪ في ٢٠٠٨م إلى ٥,٣٪ في عام ٢٠٠٩م بسبب تداعيات الأزمة العالمية والانخفاض الكبير في أسعار النفط. كما أن شح التمويل الخارجي سوف يؤدي إلى مزيد من تراجع حركة الائتمان خلال ٢٠٠٩م وتفاقم تراجع القطاعين العقاري والمالي ما سينعكس سلباً على بقية القطاعات<sup>(١٣)</sup>.

(١٠) «قدرت صادراتها بـ ٦٥ مليون طن متري في السنة ... صناعة البتروكيمياويات الخليجية تواجه انحساراً قوياً في الطلب وهبوطاً في الأسعار»، جريدة الحياة، ١٤ / ١٢ / ٢٠٠٨.

(١١) «السعودية أكبر موازنة حجمها ١٢٧ بليون دولار بعجز ٩,٦ بالمئة بعد تراجع أسعار النفط»، جريدة الحياة، ٢٣ / ١٢ / ٢٠٠٨.

(١٢) «توقع انخفاض التضخم إلى ٥,٥٪ ... ٤٦٠ بليون دولار أصول المملكة الخارجية تعوض تراجع عائدات النفط في الإنفاق العام»، جريدة الحياة، ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٨.

(١٣) «ترجيح دمج المزيد من المؤسسات العامة.. الإمارات تحشى انتقال عدوى أزمة المال إلى الاقتصاد الحقيقي.... وأبو ظبي تدعم شقيقتها»، جريدة الحياة، ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٨.

اليمن خفض النفقات الحكومية الجارية بنسبة ٥٠٪ في موازنة ٢٠٠٩م ويأمل ألا تمس اعتمادات المشاريع الاستثمارية حتى لا تتأثر عجلة التنمية الاقتصادية<sup>(١٤)</sup>.

٤- في القطاع المصرفي سيبتج عن تراجع الإنفاق الحكومي وشح السيولة انخفاض في معدلات نمو الودائع والقروض والتسليفات، توسع حقبية القروض المتعثرة (عقارية خاصة)، رصد مخصصات كبيرة لشطب خسائر استثمارات مالية وقروض معدومة، التشدد في منح قروض جديدة وتجمد سوق الائتمان، تراجع الأرباح المصرفية، تدني الكفاءة الرأسمالية للبنوك، ونشوء أزمة سيولة مصرفية.

مثال: رصدت الحكومة الاتحادية في دولة الإمارات العربية المتحدة ١٢٠ مليار درهم (٣٢ مليار دولار) لتوفير السيولة للمصارف لتشجيع الاقتراض ما بين المصارف وتمويل المشاريع المحلية، ولكن يعتقد أن المطلوب مبالغ أكبر نتيجة انكشاف المصارف المحلية على سوق العقار ورهونات أسهم الشركات العقارية في دبي<sup>(١٥)</sup>.

تعرض بنك الخليج (الكويتي) في العشرة أشهر الأولى من عام ٢٠٠٨م لصافي خسارة تجاوزت المليار دولار ناتجة عن خسائر كبيرة في مشتقات مالية في العملات الأجنبية. وقد سارعت الحكومة الكويتية لإنقاذه<sup>(١٦)</sup>.

٥- في القطاع العقاري تراجعت أسعار العقارات في دبي بنسبة ٢٠٪ للجهازية وبنسبة ٤٠٪ لقيد الإنشاء على الخريطة (جزيرة النخلة مثلاً) لعدم وجود مشتريين بعد نزوح المستثمرين الأجانب ورغبتهم في تسهيل أصولهم بأي ثمن، إضافة إلى تصعيب شروط الإقراض من المصارف برفع الدفعة الأولى من ٥-١٠٪ إلى ٣٥٪ وفرض معدلات فائدة

(١٤) «مشاريع حيوية مهددة... اليمن تقلص النفقات الحكومية إلى النصف وتخوف من شح الاستثمارات في ٢٠٠٩»، جريدة الحياة، ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٨.

(١٥) «ارتفاع النفط... وصحوة أسواق الأسهم بعد إنقاذ سبتي غروب من الإفلاس... دبي تطمئن المستثمرين... وتحدث عن تقشف ودمج وأبو ظبي تنفي تملك حصص في شركات إماراتية، جريدة الحياة، ٢٥ / ١١ / ٢٠٠٨.

(16) Gulf Business, December 14 - 28, 2008, P.24 .

### تمهيد الإصدار الثالث

عالية، وحتى توقف المصارف عن التمويل العقاري كلياً تقريباً. أدى ذلك إلى تأجيل تنفيذ مشاريع عقارية وإلغاء أخرى. وقد حدا ذلك بالشركات العقارية الكبرى إلى تقليص حجم عملها والاستغناء عن عمال وموظفين<sup>(١٧)</sup>.

٦- سيتتج عن تراجع الإنفاق الحكومي وتصعيب معايير الائتمان المصرفي وجمود القطاع العقاري إلى انكماش في النشاط الاقتصادي، تراجع في الطلب العام وفي الأسعار، تدني في مبيعات وأرباح الشركات، إعادة هيكلة الشركات بتجميد مشاريعها التوسعية وتقليص أحجامها الحالية؛ لتتلاءم مع الواقع الاقتصادي الجديد، صرف عمال وموظفين وتخفيض رواتب وتعويضات العاملين الباقين.

أمثلة: «قدرت شركة أدفانتج في تقرير حديث أن تكون شركات المنطقة استغنت بين تشرين الأول وكانون الأول ٢٠٠٨م عن نحو ٣٠,٠٠٠ موظف بين عمالة متدنية وإدارة رفيعة، معظمهم من الوافدين. ويتوقع أن يدفع تراجع النمو الاقتصادي الشركات إلى المزيد من خفض الوظائف وإلى خفض رواتب الموظفين والتوقف عن إضافة وظائف جديدة. وأشار التقرير إلى أن نسبة الخفض في الراتب الأساسي في قطاعي الاستثمار المالي والتطوير العقاري من تشرين أول وحتى كانون أول ٢٠٠٨م تجاوز ٣٨٪ للإدارة العليا والتنفيذية، و ٤٠٪ للإدارات الوسطى. كما عمدت كبرى الشركات العقارية في إمارة دبي مثل إعمار ونخيل وتعمير وداماك إلى الاستغناء عن أكثر من ١٥٠٠ موظف معظمهم في قطاع التسويق بعد تراجع الطلب على العقار في الإمارة بمعدل تجاوز ٤٠٪<sup>(١٨)</sup>.

٧- ويتوقع تحول الانكماش إلى كساد اقتصادي مستقبلاً تتأثر أسعار الأسهم في البورصات فتراجع بحدة. وبالفعل تراجع مؤشرات الأسهم في بورصات الدول العربية

(١٧) «حركة البيع متوقفة وعودة النشاط مرتبطة بدعم الدولة وتمويل البنوك... ضربة لأسعار العقارات في دبي ومعدل الانخفاض ١٥-٤٠ بالمئة، جريدة الحياة، ٢٥/١١/٢٠٠٨.

(١٨) «تخدير من انعكاس تسريح العمال الوافدين على الاقتصاد الحقيقي في المنطقة... ٣٠ ألفاً فقدوا وظائفهم في الخليج خلال ثلاثة شهور... وخفض الرواتب يلامس ٤٠ بالمئة»، جريدة الحياة، ٢٣/١٢/٢٠٠٨.

والخليجية بنسب كبيرة جدًا في العام ٢٠٠٨م. وفيما يلي خسارات البورصات العربية في عام ٢٠٠٨م حسب تقرير لبنك الكويت الوطني نشرت جريدة الحياة مقتطفات منه:

- سوق دبي خسرت ٧٢٪ من قيمتها.
- سوق مصر خسرت ٥٣,٩٪ من قيمتها.
- سوق أبوظبي خسرت ٤٧٪ من قيمتها.
- سوق عُمان خسرت ٤٠٪ من قيمتها.
- سوق الكويت خسرت ٣٨٪ من قيمتها.
- سوق البحرين خسرت ٣٤,٥٪ من قيمتها.
- سوق قطر خسرت ٢٨٪ من قيمتها.
- سوق عمان خسرت ٢٤,٩٪ من قيمتها.
- سوق بيروت خسرت ٢١,٢٪ من قيمتها.
- سوق فلسطين خسرت ١٦,٢٪ من قيمتها.
- سوق المغرب خسرت ١٤,٢٪ من قيمتها.
- سوق السعودية خسرت ٥٧٪ من قيمتها. وقدرت خسارة السوق بـ ١,٠٢ تريليون ريال سعودي (٢٧٢ مليار دولار) طالت كل قطاعات السوق. فقد خسر قطاع التأمين ٧٤٪، وقطاع البتروكيمياويات ٦٦,٥٪، وقطاع الأسمت ٦٦,٥٪، وقطاع المصارف ٥٥٪، وقطاع الاتصالات ٥٠,٧٪، وقطاع الشركات الزراعية والغذائية ٣٢,٦٦٪، وقطاع التجزئة ٣٢٪<sup>(١٩)</sup>.

(١٩) «مؤشر سوق دبي فقد ٧٢ بالمئة من قيمته... خسائر فادحة للأسهم العربية في ٢٠٠٨» جريدة الحياة، ٣ / ١ / ٢٠٠٩.

٨- وقد سارع في تهاوي البورصات الخليجية إقدام مستثمرين أجنب (صناديق استثمار وأفراد) على تصفية مراكزهم في الأسهم الخليجية لاستعمال الحصيلة لدعم مراكزهم المالية وتعويض خسائرهم في بلدانهم الأصلية أو لسبب مغادرتهم للمنطقة بعد فقدانهم لوظائفهم.

٩- تسببت الأزمة المالية بخسائر كبيرة للصناديق السيادية الخليجية التي استثمرت بأسهم وسندات المصارف وشركات الوساطة المالية الأمريكية والسويسرية والأوروبية. ويتم حالياً إغواء هذه الصناديق مرة أخرى وجرها للمساهمة في تحمل عبئ الحلول المقترحة للأزمة المالية العالمية بشراء مساهمات في مصارف يجرى إنقاذها من الإفلاس أو شراء سندات خزينة أمريكية التي ستحتاج الولايات المتحدة لإصدار الكثير منها لتمويل إنفاق الخزانة على برامج تعويم القطاع المصرفي والمالي في أمريكا.

أمثلة: قدرت وكالة تصنيف الائتمان العالمية Moody's بأن الإمارات العربية المتحدة تملك أكبر صندوق سيادي في العامل حيث تبلغ قيمة أصول «صندوق أبوظبي السيادي» ٢٨٠ مليار دولار<sup>(٢٠)</sup>.

وقدر محلل اقتصادي في البنك السعودي البريطاني الأصول الخارجية للمملكة العربية السعودية بـ ٤٦٠ مليار دولار<sup>(٢١)</sup>.

١٠- تستفيد البلدان المصدرة للبترو من ارتفاع معدل صرف الدولار وانخفاض معدل صرف اليورو والإسترليني، كما تستفيد من انخفاض أسعار السلع والمنتجات التي تستورها من الخارج، ما يخفض معدلات التضخم المستورد الذي كانت تعاني منه.

الدول العربية المستوردة لمنتجات البترول سوف تستفيد من انخفاض أسعار المشتقات النفطية وأسعار المواد الأولية والمنتجات الصناعية التي تستورها ما يخفض عجوزات الميزان

(٢٠) جريدة الحياة، ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٨.

(٢١) جريدة الحياة، ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٨.

التجاري والموازنات الحكومية. وتستفيد هذه البلاد أيضًا من تحسن معدل صرف الدولار وتدني معدل صرف اليورو والإسترليني.

من جانب آخر ستخسر هذه البلاد من تدني إرساليات عاملاتها في الخارج، عودة بعضهم للعمل في بلاده ما قد يزيد من عبء البطالة، وتراجع معدلات نمو تدفق الاستثمار العربي والأجنبي المباشر، وتراجع السياحة، وتراجع النمو الاقتصادي وحدث انكماش اقتصادي.

### تأثير الأزمة على الاقتصاد السوري

يأتي تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد السوري من بوابة القطاع الخارجي أو ما يتفاخر البعض بتسميته الاندماج في الاقتصاد العالمي. وسنعدد جوانب تأثيرات الأزمة بشكل محدد في النقاط التالية:

١- كان هناك خطر جسيم على الاقتصاد السوري ما قبل الأحد ١٢ تشرين أول ٢٠٠٨م. فقد كان من الممكن أن تخسر المصارف السورية الخاصة والمصرف التجاري السوري والمصرف المركزي كل توظيفاتهم وإيداعاتهم مع البنوك الخارجية المراسلة وكل استثماراتهم في أدوات مالية (سندات أو شهادات إيداع) صادرة عن هذه البنوك الخارجية لو سمح باستمرار انهيار البنوك العالمية وإفلاسها. لكنه تم تجنب العالم هذه الكارثة كما بينا أعلاه.

٢- انخفاض أسعار البترول بنسبة ٧٣٪ يخفض إيرادات الخزينة، يخفض إيرادات القطاع الأجنبي للبلد، يفاقم عجز الموازنة، يزيد الاقتراض الحكومي، يرفع الدين العام، قد يكون له تأثير سلبي على معدل صرف الليرة السورية. لكن بما أن سورية بلد مستورد للمنتجات النفطية (مازوت فيول زيوت) أيضاً فإنها تستفيد من انخفاض أسعار هذه المشتقات. إن صافي التأثير على القطاع النفطي يحتاج إلى حسابات وزير النفط والمالية.

تمهيد الإصدار الثالث

أمثلة: أصدر فخامة رئيس الجمهورية الموازنة العامة للدولة للسنة المالية ٢٠٠٩م منذ أسبوعين. قدرت نفقات الموازنة بـ ٦٨٥ مليار ل.س بينما قدرت إيرادات الموازنة بـ ٤٥٩ مليار ل.س. بذلك يكون عجز الموازنة ٢٢٦ مليار ل.س، أو ما نسبته ٣٣٪ من حجم الموازنة. وقد أوضح معالي وزير المالية د. محمد الحسين بأنه تم احتساب سعر برميل النفط الخفيف بـ ٥١ دولارًا والنفط الثقيل بـ ٤٢ دولارًا للبرميل لأغراض تقدير إيرادات الموازنة. بما أن أسعار البترول العالمية هي تحت هذه الأرقام حالياً، فإن عجز الموازنة مرشح للارتفاع<sup>(٢٢)</sup>.

٣- تحقق لدى بعض المصارف الخاصة السورية في الربع الثالث ٢٠٠٨م خسائر ناتجة عن استثمارات في سندات صادرة عن مصارف عالمية كبرى أفلست وودائع لأجل موظفة لديها. لا معلومات لدينا فيما إذا تعرض المصرف التجاري السوري لأية خسائر من هذا النوع؛ لأنه لم ينشر تقارير مالية حديثة. كذلك لا توجد لدينا معلومات حول ما إذا تعرضت إيداعات المصرف المركزي الخارجية لأية خسائر.

٤- من المتوقع تراجع معدلات نمو الودائع والقروض والتسليفات والأرباح وازدياد نسب التخلف عن تسديد القروض في المصارف السورية العامة والخاصة في السنة القادمة.

٥- تحققت خسارات لأفراد ورجال أعمال سوريون يضاربون و / أو يستثمرون في العملات والمواد والأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى عن طريق مراكز تداول سورية غير مرخصة مرتبطة بأسواق مال عالمية عبر مصارف وشركات سمسة عالمية. لا يوجد تقدير لمثل هذه الخسائر.

٦- تحققت خسارات لدى تجار استيراد المواد الغذائية والمعدنية الذين تعاقدوا على صفقات بالأسعار العالية والآن انخفضت الأسعار، وهم مضطرون الآن للبيع بأسعار السوق التي انخفضت بسبب المنافسة. أيضاً لا يمكن تقدير حجم هذه الخسائر.

(٢٢) «الرئيس الأسد يصدر القانون ٣٢ الخاص بالموازنة العامة للدولة للسنة المالية ٢٠٠٩»، جريدة تشرين، ٢١ كانون أول ٢٠٠٨، صفحة ٤.

٧- كذلك تحققت خسارات لدى مؤسسات التجارة الخارجية الحكومية التي تعاقدت على شراء مواد غذائية (سكر وأرز مثلاً) ومواد بناء (أسمنت وحديد مثلاً) بالأسعار العالية والآن هي مضطرة للبيع بأسعار السوق الأدنى. لم تعلن هذه المؤسسات عن حجم خسائرها لهذا السبب.

٨- انخفاض في الصادرات السورية (كمية وسعر) بصورة عامة بسبب الانخفاض في الطلب العالمي، والاضطرار لتخفيض الأسعار للتمكن من المنافسة في الأسواق الخارجية.

مثلاً: خفضت وزارة النفط أسعار مادة الفوسفات ١٥٪ للتمكن من تصديرها بسبب تراجع الطلب عليها من معامل الأسمدة نتيجة للأزمة المالية العالمية ولوجود منافسة قوية للفوسفات السوري من دول عربية شقيقة كالأردن والجزائر والمغرب<sup>(٢٣)</sup>.

أعلن معالي وزير الصناعة د. فؤاد عيسى الجوني أن الصناعة السورية تأثرت بالأزمة المالية العالمية وخاصة في موضوع الصادرات. فقد انخفضت الصادرات النسيجية في شهر تشرين الثاني ٢٠٠٨م إلى ٤,٥ مليون دولار مقارنة مع ١٤,٥ مليون دولار للشهر نفسه عام ٢٠٠٧م.

كما انخفض الطلب الداخلي على الخيوط القطنية التي تستعمل كمدخلات في صنع ألبسة جاهزة يجري تصدير كميات منها إلى أسواق خارجية<sup>(٢٤)</sup>.

٩- يقابل ذلك استفادة سورية من انخفاض أسعار المستوردات ومن تحسن معدل صرف الدولار وانخفاض معدل صرف اليورو والإسترليني عالمياً ما يخفف من ارتفاع الأسعار في الداخل.

(٢٣) موقع Syria Steps الإلكتروني، ١٥ / ١١ / ٢٠٠٨.

(٢٤) «وزير الصناعة لتشرين: بحث مشروع جديد مع الاتحاد الأوروبي للمساعدة في إصلاح القطاع العام»، جريدة تشرين،

٣٠ / ١٢ / ٢٠٠٨.

ولكن هل يعتمد التجار والباعة إلى تخفيض الأسعار بنفس نسب انخفاضها العالمي؟ وهل تخفض الحكومة أسعار المشتقات النفطية في الداخل؟ هذا ما لم نلمسه حتى الآن.

١٠- تدني حجم إرساليات السوريين العاملين في الخارج إلى ذويهم في سورية لسبب تخفيض رواتبهم.

١١- عودة بعض العاملين السوريين في الخارج للعمل في سورية بسبب فقدانهم وظائف في البلاد الأخرى التي تأثرت بالأزمة وحل بها كساد وصراف موظفين وعمال من وظائفهم، ما يضيف إلى نسب البطالة العالية في سورية.

١٢- تراجع تدفق أموال المستثمرين الخليجيين للاستثمار في مشاريع في سورية بسبب تباطؤ النشاط الاقتصادي ومشاكل السيولة والخسائر التي يعانون منها في بلادهم، ما يفاقهم العجز في ميزان المدفوعات السوري.

١٣- تباطؤ و/ أو تأجيل و/ أو توقف التنفيذ في مشاريع استثمارية مموله برؤوس أموال خليجية في سورية، ما يؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي.

١٤- تراجع عدد السياح العرب والأجانب ما يخفض إيرادات هذا القطاع المهم في الاقتصاد السوري.

١٥- جمود ومن ثم تراجع أسعار العقارات.

١٦- تراجع معدلات النمو الاقتصادي وبالتالي دخل الفرد ومستوى المعيشة في سورية.

### الدروس المستفادة من الأزمة في اقتصادنا السوري

لا شك في أن هناك الكثير من الدروس التي يمكن تعلمها من الأزمة المالية العالمية في إدارة أموال الخزينة، في تطوير ومراقبة أداء قطاعنا المصرفي الناشئ بشقيه التجاري والإسلامي، وفي تطوير ومراقبة أسواق الأوراق المالية المستحدثة بشقيها الأولي والثانوي. بشكل محدد أكثر من المطلوب وجود:

١- رقابية علمية وخبرة وقوية على المصارف من المصرف المركزي فيما يتعلق بمعايير الإقراض، قطاعات الإقراض، نوعية القروض، التوظيفات الخارجية، الاستثمارات الداخلية والخارجية، كفاية الرأسمال، الربحية، الرقابة الداخلية، الشفافية والإفصاح والحوكمة.

٢- رقابة علمية وخبرة وقوية على الأسواق المالية والأوراق المالية وعلى الشركات من هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وعلى الإدراج والتداول من قبل إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، خاصة في مجال الشفافية والإفصاح والحوكمة.

٣- محاربة الشائعات والتداول من الداخل بطرق علمية واعتماد الإفصاح والشفافية الكاملة لتثبيت الثقة في الأسواق وفي مقدرة ونوايا الجهات الرسمية المشرفة على الأسواق.

مثال: تعرض أحد المصارف الخاصة السورية لحملة إشاعات عن وضعه المالي في تشرين أول الماضي ما حدا ببعض المودعين فيه إلى سحب ودائعهم. بالرغم من أن الأزمة تم احتواؤها بنجاح خلال فترة ثلاثة أسابيع لعدم وجود أساس لهذه الشائعات، لكن عدم إعلان المصرف نفسه والبنك المركزي عن حقيقة الموقف وعدم إعلان الأخير عن تقديم كل الدعم اللازم للبنك لتجنيبه الأزمة، كان من الممكن أن يهدد النظام المصرفي السوري الناشئ بالكامل. فليس في كل مرة تسلم الجرة.

٤- توسيع وتنويع الأدوات المالية في أسواق النقد والرأسمال السورية لجذب السيولة النقدية الكبيرة المتوفرة في المصارف السورية إليها عوضاً عن انتقالها إلى الخارج.

٦- عدم السماح للرأسمال الأجنبي في التداول في سوق دمشق للأوراق المالية في بدايات عملها ولعدد محدد من السنوات.

٧- تصحيح شروط الإدراج في البورصة بحيث لا يتم إلا قبول الشركات التي برهنت عن سجل من حسن الإدارة والربحية، وليس شركات هامشية مشكوك في مقدرة أدائها واستمراريتها.

٨- إحكام الرقابة على أو منع عمل مكاتب السمسرة المالية الغير مرخصة التي تسهل لأصحاب الأموال السوريين المضاربة في الأسواق المالية العالمية.

٩- التركيز على مشاريع الاستثمار الحقيقي في الزراعة والصناعة والبناء والنفط والغاز والمرافق السياحية والنقل.... إلخ. لإيجاد فرص عمل منتجة وزيادة الإنتاج الوطني الحقيقي ورفع مستوى الدخل.

د. محمد أيمن عزت الميداني

دمشق - ٢٠٠٩ م.



## تمهيد الإصدار الثاني

يطبع الإصدار الثاني (الطبعة المنقحة) من كتاب «الإدارة التمويلية في الشركات» في النصف الثاني من التسعينات وقد ازدادت الأهمية المعطاة للموضوع في بلادنا العربية. فقد انتشر الوعي بأهمية علم التمويل بفضل الجيل الجديد من أساتذة التمويل الذي انضم إلى هيئات التدريس في الجامعات العربية وساهم بتطوير مناهج الإدارة المالية وجعلها تواكب تطور هذا العلم في الجامعات الأميركية، بالإضافة إلى قيامهم بأبحاث تطبيقية في التمويل. وقد جرى تخريج أعداد متزايدة من طلاب إدارة الأعمال الذين درسوا الإدارة المالية بمفهومها العصري الحديث، فأثارت حشريتهم الفكرية واهتماماتهم العملية، فخرجوا يبحثون عن وظائف يستطيعون من خلالها تطبيق ما درسوه على مشاكل التمويل في الشركات والبنوك وصناديق التمويل والأسواق المالية. وبالفعل ساهم الخريجون بتطوير مفاهيم إدارة التمويل وتحليل الاستثمار في الممارسة في الوظائف التي احتلواها في المجالات المذكورة. ويجب أن لا ننسى التأثير الإيجابي لبورصات الأوراق المالية العربية التي خلقت وظائف تتطلب مقدرات علمية في طرق وأساليب تقييم أداء الشركات المدرجة فيها، وتقييم الأوراق المالية، وإدارة محافظ الاستثمار وهي كلها أدوات تحليلية في عالم التمويل.

كذلك شهدت الإدارة التمويلية في الشركات زيادة كبيرة في أهميتها العملية عالمياً في الثمانينات والتسعينات. ففي الثمانينات انتشرت في الولايات المتحدة الأميركية موجة اقتناء شركات لشركات أخرى بتمويل جزئي بالدين وهو ما سمي في حينه بالاقترناء باستعمال رافعة التمويل Leveraged Buyouts. واستهدفت هذه الحملة تلك الشركات

الكبيرة المتعددة النشاطات Conglomerates التي تعاني مشاكل في أدائها الاستثماري والتشغيلي والتمويلي ينعكس في انخفاض أرباحها (أو تعاضم خسائرها) وتدهور أسعار أسهمها في السوق. والفكرة وراء الاقتناء باستعمال رافعة التمويل هو شراء نسبة كافية من أسهم الشركة بأسعار رخيصة والسيطرة عليها، وتمويل اقتناء الأسهم جزئياً بالاقتراض من البنوك أو بإصدار سندات ديْن على الشركة، خاصة إذا كان عندها استطاعة غير مستغلة على الاقتراض. بذلك يمكن الحصول على أعظم عائد فممكن على الملكية (الرأسمال) فيما بعد. يلي ذلك القيام بعمليات إصلاح جذرية لأوضاع الشركة التي تعاني عادة عدم اقتصادية الحجم الواسع Diseconomies of Scale بسبب تراجع المردود الإداري. وتشمل عمليات إصلاح الخلل، وتدعي أيضاً Downsizing، تسريح أعداد كبيرة من العمال والموظفين في الشركة، التوسع في استعمال المكننة (الكومبيوتر خاصة) في أعمال الشركة، إلغاء مستويات إدارية كاملة وضغط الهرم الإداري باتجاه جعله أكثر فلتحة وتقصير سلسلة القيادة Chain of Command، وفصل النشاطات الجانبية للشركة عن خط عملها الأساسي Core Business. وتهدف إجراءات إصلاح أوضاع الشركة إلى تخفيض التكاليف، زيادة إنتاجية العمال والآلات، زيادة الأرباح، لتحسين سعر السهم في السوق. وعندما يتم تحقيق ذلك تقوم الإدارة الجديدة ببيع أجزاء الشركة التي تمثل نشاطات جانبية كوحدات إنتاجية منفصلة، والإبقاء على النشاط الرئيسي للشركة. ويستفيد المالكون الجدد من بيع النشاطات الجانبية بتحقيق أرباح كبيرة، حيث أن مجموع قيم أجزاء الشركة عندما تباع منفردة في السوق يصبح أكبر من قيمتها عندما تكون مجمعة في شركة واحدة. وتبقى الشركة الأساسية بنشاطها الرئيسي وقد ازدادت قيمتها أيضاً نظراً لزيادة كفاءتها الإنتاجية بعد استكمال إعادة هيكلتها.

وفي التسعينات بدأ مفهوم العولمة Globalization بالانتشار نتيجة إزالة الحواجز أمام تدفق التجارة الدولية ما بين الدول. فاشتدّت حمى المنافسة بين الشركات الكبيرة في العالم للسيطرة على حصص أكبر في الأسواق العالمية. ولتأمين فرص أكبر للنجاح في المنافسة على الأسواق، اتجهت هذه الشركات إلى اتباع استراتيجية الاندماج مع شركات منافسة أو مكملية لمنتجاتها، أو إلى عقد تحالفات استراتيجية Strategic Alliances، مع شركات وطنية أو مع شركات من جنسية أخرى تقع خارج الحدود الوطنية. وتصنف هذه

الاستراتيجيات في صلب علم التمويل ، وتم بلورتها وتنفيذها على يد المدير المالي في الشركات . مكنت هذه الاستراتيجيات الشركات من الحصول على توسيع فوري في الحجم (الطاقة الإنتاجية) بتكاليف استثمارية زهيدة جداً فيما لو قورنت بالتكاليف الاستثمارية الباهظة للتوسع من طريق النمو الداخلي للشركة . ومنحت هذه الاستراتيجيات الشركات التي اتبعتها الطاقة الإنتاجية الأوسع ، تخفيض التكاليف ، زيادة الكفاءة الإنتاجية ، الأسعار المنافسة ، الدخول إلى أسواق جديدة ، وتعاضم في الربحية .

من ناحية أخرى حصل علم التمويل على تقدير كبير حين منح بعض الكتاب البارزين في هذا الحقل جائزة نوبل في الاقتصاد مرتين خلال فترة خمس سنوات . ففي عام ١٩٨٥ حصل الأستاذ فرانكو موديجلياني Professor Franco Modigliani على جائزة نوبل في الاقتصاد لكتابه الطليعية في نظريات الادخار والأسواق المالية . وفي عام ١٩٩٠ حصل الأساتذة هاري ماركويتز ومورتون ميلر ووليام شارب Harry M. Markowitz, Merton M. Miller, and William F. Sharpe على جائزة نوبل في الاقتصاد لأعمالهم الطليعية في تطوير نظريات الأسواق المالية . وكما هو معروف يعتبر ماركويتز أبا لنظرية حقائق الاستثمار . وعمل مورتون ميلر بوثوق مع فرانكو موديجلياني لتطوير نظريتهما حول تكلفة الرأسمال في الشركة وتأثير الدين على قيمة الشركة . أما شارب فهو أول من طوّر نظرية تسعير الأصول المالية الكفاءة Capital Asset Pricing Model من حيث المخاطرة والعائد ، وكيف يؤدي ذلك في النهاية إلى التوازن في أسواق الرأسمال .

ما هي التعديلات والإضافات التي أجريت على الإصدار الثاني من كتاب الإدارة التمويلية في الشركات التي تميزه عن الإصدار الأول؟ أولاً: تمّ تصليح العدد الكبير من الأخطاء المطبعية التي كان يعاني منها الإصدار الأول والتي كان لبعضها تأثير كبير في تشويه المعنى . ثانياً: تمّت إعادة كتابة بعض المقاطع التي كان يغلب عليها الغموض والتي لم تكن مشروحة ما فيه الكفاية في الإصدار الأول حيث أصبحت أكثر وضوحاً للقارئ . ثالثاً: تم تحديث الكتاب بإضافة المفاهيم والتطورات التي طرأت على علم التمويل منذ الإصدار الأول . رابعاً: أضيف على نهايات معظم الفصول مقاطع جديدة خاصة بتطبيقات الحاسبات الشخصية (الكومبيوتر) على موضوع ذلك الفصل ، نظراً لأهمية وانتشار

تطبيقات الكمبيوتر في علم التمويل . بالمقابل حافظ الكتاب على بنيته المنطقية من حيث ترتيب عرض مواضيع التمويل التي يغطيها نظراً لتمييز تسلسلها المنطقي والتدرج في زيادة صعوبتها، وهو ما أثنى عليه الكثيرون من الزملاء الذين استخدموا الكتاب في التدريس .

د. محمد أيمن عزت الميداني

دمشق - أيار ١٩٩٧

العنوان والهاتف

ص.ب. ٧٨٢٥ أو

٣٠ شارع نوري باشا

دمشق، سورية

هاتف: ٦٠٧٥ - ٣٣١ (١١ - ٩٦٣)

٣٣٣ - ١٣٥٥

فاكس: ٣٠٠٠ - ٣٣١ (١١ - ٩٦٣)

## تمهيد الإصدار الأول

يعتبر موضوع الإدارة التمويلية في الشركات جديداً نسبياً في العالم العربي في المجالين الأكاديمي والعملي مقارنة مع مواضيع أخرى في حقل إدارة الأعمال. وقد يختلط موضوع الإدارة المالية، كما يسميه معظم المؤلفين الآخرين، في أذهان الكثيرين من العاملين في مؤسسات الأعمال بموضوع المحاسبة الذي يختلف كلياً عن التمويل. ذلك لأن الإدارة المالية في كثير من الشركات العربية تقوم أساساً بأعمال المحاسبة، كما أن المدير المالي هو عادة رئيس المحاسبة. لهذا السبب أراد المؤلف في هذا الكتاب إعطاء الموضوع تسمية أكثر تحديداً وأكثر تمييزاً عن مواضيع أخرى ذات تسميات مشابهة كالمحاسبة المالية والمالية العامة في الاقتصاد.

ويلاحظ أيضاً أن كتب الإدارة المالية التي تدرس في بعض الجامعات العربية قد اختصرت وحجمت موضوع الإدارة التمويلية في الشركات، فاختصرت على معالجة بعض موضوعاته وأهملت موضوعات أخرى. لعل أحد أسباب ذلك هو الاعتقاد بوجود تناقض ما بين ملكية القطاع العام للشركة ومبدأ تعظيم ثروة المساهمين الذي تركز عليه نظرية التمويل. لكن هذا التناقض وهمي، لأن مبدأ تعظيم ثروة المساهمين أو تعظيم قيمة الشركة يبقى هدفاً مرغوباً به بغض النظر عن نوع الملكية (قطاع عام أو قطاع خاص). كذلك فإن الطرق والأدوات التحليلية التي تستخدم في عملية اتخاذ القرارات التمويلية تبقى ذاتها بغض النظر عن الطبيعة القانونية لملكية الشركة.

من هنا نشأت وتطورت الأهداف الأساسية من وراء تأليف هذا الكتاب والتي يمكن تلخيصها في النقاط الخمس التالية.

أولاً: تقديم تغطية شاملة ومتكاملة وحديثة لموضوع الإدارة التمويلية إلى الطالب في الجامعات العربية وإلى هؤلاء الأشخاص الذين يمارسون أعمال الإدارة المالية في شركات الأعمال (الصناعية والتجارية والزراعية والخدمية والمرافق العامة)، وإلى العاملين في البنوك وصناديق التمويل وشركات الاستثمار والمؤسسات والهيئات الحكومية، وإلى المدراء العامين للشركات الذين يرغبون بالاستزادة من المعرفة في حقل التمويل لأهميته الاستراتيجية في تطويرها وتنميتها.

ثانياً: معالجة الموضوع ضمن إطار نظري متكامل يتناسب مع البيئة التمويلية العربية من حيث طبيعتها ومشاكلها واحتياجاتها.

ثالثاً: التركيز بالإضافة إلى المبادئ والمفاهيم النظرية على الأدوات والوسائل التحليلية التي تستخدم في عملية اتخاذ القرارات التمويلية.

رابعاً: العناية بشكل خاص بطريقة عرض وشرح وتبسيط المفاهيم النظرية والأدوات التحليلية وجعلها سهلة الفهم على القارئ. فالمبادئ النظرية تعرّف وتشرح بتوسع وبشكل مبسط، ثم توضح باستعمال أمثلة من الواقع العملي، وتوضح أكثر باستعمال النماذج (الموديلات) الهندسية والجبرية (الرياضية) أينما كان ذلك ممكناً، ثم يدعم الإيضاح ودوماً بأمثلة رقمية محلولة. كذلك تشرح الأدوات التحليلية بالتفصيل ويتم تطبيقها على أمثلة رقمية فوراً للتمرّن على كيفية استعمالها.

خامساً: الاهتمام بالجوانب الكمية لنظرية التمويل وبطرق حل المشاكل التمويلية. فقد روعي في تأليف الكتاب التعبير عن نظريات التمويل المختلفة بشكل معادلات رياضية وأمثلة رقمية تطبيقية توضح طرق حل المشاكل التمويلية وتفسر المضمون التمويلي والاقتصادي للنتائج الرقمية. كذلك أدرجت مجموعات من التطبيقات العملية (مسائل) في نهاية كل فصل لإعطائها كوظيفة إلى الطلاب للتدريب على حل المشاكل التمويلية في حالات مشابهة لما قد يواجههم في الواقع العملي.

وقد تمّ اختيار الدينار العربي كالوحدة النقدية المستخدمة في الأمثلة الرقمية والمسائل تيمناً بنشوء اتحاد نقدي عربي وصدور عملة عربية موحدة، علماً أن الدينار

العربي موجود رسمياً كوحدة نقدية حسابية لصندوق النقد العربي، وتساوي قيمته إلى ٣,٩٠ دولار أمريكي بحسب معدلات الصرف السائدة في ١٩٨٨/٩/٢٤. (تدنت قيمة صرف الدينار العربي إلى ١,٩٢٢، دولار أمريكي في آذار ١٩٩٤). ولتوفير الوقت والجهد على الأساتذة الكرام في حل مسائل هذا الكتاب لطلابهم، تمّ إعداد دليل للأستاذ Instructor's Manual يحتوي على حلول المسائل الموجودة في الكتاب كافة. ويمكن الحصول على هذا الدليل مباشرة من المؤلف عند تبني الكتاب.

يتكوّن هذا الكتاب من اثنين وعشرين فصلاً موزعة على ستة أقسام. يمثل القسم الأول المقدمة التي تقدم الإطار النظري لموضوع الإدارة التمويلية بشكل مترابط ومتكامل. ويعرض القسم الثاني أدوات التحليل التمويلي بعد تصنيفها إلى أدوات تخطيط وأدوات مراقبة. وقد أعطيت عناية خاصة لهذه الأدوات نظراً لأهميتها العملية واستعمالاتها اليومية من قبل العاملين في الإدارة التمويلية في الشركات. ويعالج القسم الثالث قرار الاستثمار في الأسهم العامل وفي الموجودات الرأسمالية، فيبحث مفاهيم وطرق وأساليب إدارة استثمارات الشركة في النقد والحسابات المدنية والمخزون. كما يبحث الموازنة الرأسمالية في حالتي التأكد والخطر. ويعرض القسم الرابع مصادر التمويل القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل، وأدوات التمويل التي يمكن للشركة استعمالها. ويبين القسم الخامس تأثير اختيار سياسة هيكل التمويل ونسبة المديونية على تكلفة الرأسمال، وتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة. يقدم التحليل في هذا القسم مزيجاً من المبادئ النظرية والاعتبارات العملية التي يجب مراعاتها في اختيار السياسات التمويلية للشركة. ويتطرق القسم السادس والأخير إلى النموّ الخارجي للشركة من طريق الدمج والاقتران وكيفية تحديد جدوى هذه الحالات، كما يتعرض إلى كيفية إعادة تنظيم الشركة في حال فشلها إذا كان هناك أمل بالوصول بها إلى تحقيق الأرباح مرة أخرى.

إن هذه المجموعة المتكاملة في مواضيع الإدارة التمويلية لا يمكن تغطيتها في مادة فصل دراسي واحد. إن خبرتنا في تدريس مواد التمويل خلال العشرين سنة الماضية في الجامعات العربية قد علمتنا بأن هذا الموضوع يجب تغطيته في مادتين متتابعتين في الفصل الأول والفصل الثاني من العام الدراسي في الجامعات التي تتبع النظام الفصلي، أو كمادة

سنة واحدة في الجامعات التي تتبع النظام السنوي. ويقترح في هذا الصدد أن تتم تغطية الأقسام الثلاثة الأولى في مادة تمويل الفصل الأول، وأن تغطي الأقسام الثلاثة الأخيرة في مادة تمويل الفصل الثاني. إن هذا التسلسل يتناسب مع البنية المنطقية لتطوير الموضوع من جهة، ويتماشى مع مراحل النضوج الفكري عند الطالب في موضوع التمويل من جهة أخرى.

من حيث المستوى يمكن اعتماد هذا الكتاب لمواد التمويل على مستوى الدراسة الجامعية الأولى. كذلك يمكن اعتماد هذا الكتاب لمادة التمويل الأولى على مستوى الماجستير في إدارة الأعمال MBA، بعد دعمه بمجموعة من القراءات المناسبة في مقالات من مجلات علمية وفي كتب أخرى متخصصة في مواضيع التمويل، وبدراسة حالات عملية. لعل من مزايا هذا الكتاب أنه يمكن تدريسه على كل من المستويين المذكورين. فهو يجمع بين الشمولية والعمق، حيث تمّ التوسع في عرض بعض المواضيع بأشكال رياضية في نص كل فصل وفي ملاحق تفصيلية في نهاية بعض الفصول. إن التحليلات الرياضية في الكتاب يجب أن لا تسبب أية صعوبة تذكر للطلاب لأنها لا تتطلب أكثر من خلفية رياضيات الثانوية العامة (البكالوريا). كما أن الملاحق يمكن حذفها بحسب رغبة الأستاذ عند تعليم المادة على مستوى الدراسات الدنيا. لكنه يجب التركيز عليها والتوسع في بحثها على مستوى الدراسات العليا.

إنني مدين فكرياً إلى أساتذتي في جامعة كاليفورنيا لوس انجلوس مثل جان فرد وستن، ويوجين برجهام وهاري ماركووتس وجاك هيرشلايفر ويوجين ليرنر وإلى المجلين في حقل التمويل من أمثال ازرا سولومون وجيمس فان هورن لتزويدي بالإطار النظري التحليلي الأساسي في حقل التمويل. وبما أنه لا بدّ في أي كتاب من وجود أخطاء، فإنني أتحمّل مسؤولية هذه الأخطاء منفرداً وبالكامل. وآمل من الزملاء والقراء الكرام بأن يكتبوا إليّ ويلفتوا نظري إلى أية أخطاء أو ملاحظات أو اقتراحات أو انتقادات لأخذها بعين الاعتبار مشكورين سلفاً على مساعدتهم.

أود أن أشكر المسؤولين عن البحث العلمي في جامعة الملك فهد للبترول والمعادن على تشجيعهم الكبير لي وعلى قرار الجامعة بطبع الكتاب ونشره وتوزيعه. كما أشكر

السيدات ناديا محمد عبد القادر علي عبدالله والمرحومة فايذة إبراهيم راشد والسيد سيد إسماعيل محمد إبراهيم الذين قاموا بطباعة وإعادة طباعة المسودات الأولى لهذا الكتاب . وأتوجه بالشكر أيضاً إلى المسؤولين والعاملين في مطابع الجامعة على جهودهم في طباعة الكتاب وإصداره بهذا الشكل . كذلك أودّ أن أشكر زوجتي وأولادي على تحملهم انشغالي في كل أوقات فراغي بكتابة هذا الكتاب خلال السنوات الست الماضية .

الدكتور محمد أيمن عزت الميداني  
جامعة الملك فهد للبترول والمعادن  
الظهران ٣١٢٦١  
حزيران ١٩٨٩

العنوان الدائم  
٣٠ شارع نوري باشا  
دمشق، سورية