الفصل الرابع
الأزمة المالية العالمية

obeikandl.com

obeikandl.com

الفصل الرابع
الأزمات المالية المزمنة لأسواق المال العالمية
تكشف عن الوجه الحقيقي للنظام الرأسمالي
وزيف آلياته التي قام عليها

الأزمة الطاحنة التي يعيشها العالم الآن والتي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ٢٠٠٧م واندلعت نيرانها في سبتمبر ٢٠٠٨م، وانتقلت عدواها إلى كافة الأسواق العالمية، وبات علاجها أمرًا عسيرًا، لم تجد الولايات المتحدة زعيمة النظام الرأسمالي معها بدًّا من استجداء دول العالم ومن جملتها - وإن شئت فقل: في صدارتها - يقينا الدول النفطية التي تربطها بالولايات المتحدة مصالح اقتصادية، وذلك إن كانت تخشى على استثماراتها، وفوائضها النفطية التي تراكمت لدى البنوك الأمريكية وبددتها في مضاربات ومقامرات في وول ستريت وكافة الأسواق العالمية.

والحقيقة أن هذه الأزمة ليست وليدة اليوم، وإنما فجرتها أزمة الرهونات العقارية، كما أنها ليست الأولى، ولن تكون الأخيرة.

لقد عادت هذه الأزمة بذاكرة الشعوب إلى الوراء، فالعالم كله مازال يذكر أحداث الكساد الكبير في الثلاثينات، والتي شهدت إفلاس تسعة آلاف بنك منها ٧٤٤ بنكًا في الولايات المتحدة وحدها، تساقطت مثل قطع الدومينو الواحدة تلو الأخرى، ولم يفلح المودعون ولا صغار المدخرين في سحب ولو جزء يسير من مدخراتهم لمواجهة أعباء الحياة في ظل إعسار البنوك العقارية والمتخصصة والتجارية وعدم قدرتها على مواجهة طلبات السحب وأوامر الدفع، ففقد المودعون ما قيمته ١٤٠ بليون دولار، وارتفع معدل البطالة إلى ما يزيد على ٢٥٪ مع بداية عام ١٩٣٣ ليصل عدد العاطلين إلى نحو ١٣ مليون عاطل، وانخفضت أسعار السلع بنسبة تتراوح ما بين ٢٠ إلى ٢٥ ٪، بينما بقيت الديون على ما هي عليه. وانخفض الإنتاج الصناعي بنحو ٤٥٪ في ما بين عامي ١٩٢٩، ١٩٣٢.

وكانت الضربة القاصمة للمزارعين حين أدى انهيار الصادرات الزراعية؛ كالقمح والقطن والدخان إلى توقف المزارعين الأمريكيين عن سداد ما عليهم من قروض، مما

أدى إلى اشتداد أزمة الإعسار المالي financial insolvency لدى البنوك والمؤسسات التي تقوم بعمليات الإقراض.

أما العقارات فلا يبالغ في القول من يذكر انعدام الإقبال عليها وعلى بنائها، حيث تراجعت عمليات البناء بنسبة ٨٠٪ فيما بين عامي ١٩٢٩، ١٩٣٢.

وهذا كله إنما يشير إلى إصابة الاقتصاد الأمريكي بالشلل، في ظل نظام اقتصادي متوحش، يزداد توحشا من حين لآخر، ومع هذا تنتقل آلياته، وصيغ معاملاته، وفلسفته التي تقوم على إزالة جميع القيود، سواء كانت أخلاقية أو قانونية أو عقدية تحت عباءة التحرر الاقتصادي deregulation أو ما يسمى بتحرير الأسواق، وتنتقل هذه جميعًا إلى المجتمعات الأخرى كوسيلة من وسائل الاختراق، وتحت عباءة الدعوة إلى زيادة الارتباط المتبادل بين المجتمعات الإنسانية، ومن خلال انتقال رءوس الأموال والأيدلوجيات والدعوة إلى القرية الكونية (العولمة) والتي لا تخرج عن كونها إمبريالية ثقافية تسعى إلى تهجين العالم وتجريده من خصوصياته وفرض النموذج الثقافي الغربي على شعوب المنطقة.

وإذا انتقلنا إلى أحداث الانهيار العظيم الذي اجتاح الأسواق العالمية في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ وأثار الذعر والرعب، والتي انتابت جميع المتعاملين وأخذتهم الصيحة وهم ينظرون، فكان بمثابة الزلزال الذي أتى البنيان الرأسمالي من قواعده، أثبت هذا الانهيار زيف آليات السوق، وعجزها عن تصحيح الاختلالات التي تشهدها هذه الأسواق، وأنها ليست اختلالات وقتية لقوى العرض والطلب، وإنما هي اختلالات هيكلية لأنها تتعلق باقتصاديات السوق التي يقوم عليها النظام الرأسمالي برمته.

لقد وُصفت هذه الأزمة من قِبل الاقتصاديين بأنها الأسوأ في تاريخ الأزمات والانهيارات التي اجتاحت هذه الأسواق. ليس هذا فحسب، بل وقالوا: إن الأسوأ لم يأتِ بعد. ففي حين انخفض مؤشر داو جونز بمقدار ٣٨ نقطة في اليوم الأول من أحداث الكساد الكبير عام ١٩٢٩، وبنسبة ١٣٪، فقامت الدنيا ولم تقعد، انخفض ذات المؤشر في اليوم الأول لأحداث الانهيار الذي اجتاح الأسواق العالمية في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ بمقدار ٥٠٨ نقاط، انخفضت معها أسعار أسهم الشركات بنسبة ٢٢٪، وخسر أصحاب هذه الأسهم خلال الساعات السبعة الأولى ٥٦٠ بليون دولار.

ولم تكن الأسواق العالمية الأخرى أفضل حالًا، حيث انخفضت أسعار الأسهم في المملكة المتحدة بنسبة ٢٦.٤٪ وفي هونج كونج بنسبة ٤٥.٨٪، وكندا بنسبة ٢٢.٥٪ واستراليا بنسبة ٣١٪ .

ولإيقاف النزيف الذي مُني به المتعاملون في هذه الأسواق من الأفراد والمؤسسات المالية، والبنوك، وصناديق التوفير، وصناديق الاستثمار، أغلقت البورصات العالمية في الولايات المتحدة، واليابان، وهونج كونج، وعدد آخر من الأسواق، ساعاتها وقف الرئيس ريجان مذهولًا وقد انتابته الحيرة والدهشة وهو يتساءل عن أسباب انهيار الاقتصاد الأمريكي بين ليلة وضحاها.

تدفقت أوامر البيع في كافة الأسواق كالسيل العارم الذي لا سبيل إلى إيقافه أو حتى الحد منه، تجنبًا للآثار التي ستترتب عليه.

أجراس الكنائس قرعت في كل مكان معلنة الحداد فيما اصطلحوا على تسميته بالإثنين الأسود Black Monday. كشف هذا الانهيار عن عجز آليات السوق عن تصحيح أية اختلالات تتعلق بالعلاقات الدالية بين العرض والطلب، وإخفاق جهاز الثمن، وفي كشف زيف الدور الذي تقوم به آليات السوق وأن هذا الدور إنما نجده في بطون الكتب وليس في قاعات التداول، وأن اليد الخفية The invisible hand التي بشر بها آدم سميث لم تكن سوى أكذوبة لا تجلب نفعًا ولا تدفع ضرًّا.

إن شبح الانهيار الذي زلزل أركان وول ستريت في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ كان ومازال ماثلًا في الأذهان، والتاريخ يعيد نفسه، لذلك لم يكن مستغربا أن يشهد العالم كله انهيار سبتمبر ٢٠٠٨ والذي كشف عن سوءة النظام الرأسمالي وزيف آلياته.

وقبل أن نستعرض ونتوغل في تناول الأسباب التي أدت إلى انهيار سبتمبر ٢٠٠٨، نتناول مقدمات هذا الانهيار، وهي أزمة الرهونات العقارية والتي فجرت الأزمة المالية الأخيرة.

الأنباء التي تناقلتها الصحف الاقتصادية العالمية ووكالات الأنباء تؤكد أن أحد أهداف السياسة الأمريكية الحالية هو تمليك كل فرد أمريكي أو يتمتع بالجنسية الأمريكية عقارًا ولو لم يكن قادرًا على السداد وقت تملكه له.

أقبل الأمريكيون أفرادًا وشركات على شراء العقارات بهدف السُّكنى أو الاستثمار أو حتى المضاربة، توسعت المصارف والمؤسسات العقارية وشركات المقاولات والبنوك العقارية والمتخصصة في منح القروض حتى للأفراد غير القادرين على الوفاء بالتزاماتهم وسداد ديونهم بسبب ضعف دخولهم.

كان يتم منح كل فرد في الولايات المتحدة ما يصل إلى مليون دولار، وبلغت حجم القروض العقارية نحو ٧٠٠ بليون دولار.

ونتيجة لتوسع البنوك في عمليات منح الائتمان، وبالتالي زيادة المعروض النقدي، واتساع نسبة السيولة، وتهافت الأفراد والمؤسسات على شراء العقارات، ارتفعت أثمانها، وأثمان كافة السلع وارتفعت بالتالي معدلات التضخم.

قام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برفع سعر الفائدة لامتصاص فائض السيولة، وتخفيض معدل التضخم وتحجيم قدرة البنوك على منح الائتمان.

إلا أن هذا المسلك أيضًا والذي أراد به بنك الاحتياطي الفيدرالي أن يتدارك به الخطأ في زيادة المعروض النقدي والسيولة المحلية بما يضر بمعامل الاستقرار النقدي، ترتبت عليه آثار لا تقل ضررًا عن تهاونه أو تراخيه في إحكام السياسة النقدية تحت وهم التحرر من القيود deregulation.

ترتب على رفع سعر الفائدة عجز الكثرة من مالكي العقارات عن سداد قيمة الأقساط وفوائدها بعد ارتفاع أسعارها.

ووفقا للنظام المتبع فإنه يتم رهن العقارات التي تم تمليكها للأفراد، ويتم استردادها منهم في حالة التوقف عن الدفع.

الأموال التي ضخت من قِبل البنوك لم تتمكن من استردادها، وبلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد نحو مائة مليار دولار.

لا تتوقف مشكلة تحصيل الديون عند البنوك بل تتعداها إلى غيرها ، حيث تقوم أغلب هذه البنوك ببيع مديونيات عملائها لإحدى شركات التوريق المتخصصة، والتي تقوم بدورها بطرح سندات في سوق رأس المال بقيمة المديونيات التي قامت بشرائها ، ويستمر انتقال الدَّين من يد لأخرى عن طريق التداول في أسواق الأوراق المالية .

وبسبب تشبع السوق ، وارتفاع أسعار العقارات وارتفاع سعر الفائدة ، وإحجام الطلب، انخفضت أسعار العقارات ، وتم التوقف عن سداد أقساط القروض وفوائدها . ولا تنتهي مخاطر التوقف عن السداد على البنوك والشركات التي تقوم بعمليات التوريق، بل تتعداها إلى غيرها أيضا حيث تشترط البنوك على كل من يشتري عقارا أن يقوم بالتأمين لدى إحدى الشركات على سداد المديونيات مقابل الأقساط التي يقوم بسدادها . وهو ما يعني التزام شركات التأمين بالوفاء بقيمة هذه المديونيات ومن ثم تعرضها للإعسار أو الإفلاس ، ويترتب على ذلك أن تتنازع ملكية هذه العقارات جميع هذه الجهات ، كما تتعرض جميع هذه الجهات للإفلاس والتواري تماما عن الأنظار.

وقد عرف الفقه الفرنسي عمليات التوريق هذه بأنها " أسلوب مفاده السماح للمؤسسات الائتمانية بشكل عام بأن تطرح في أسواق رأس المال مديونيات عملائها وذلك من خلال منشأة متخصصة في توظيف واستثمار هذه المديونيات " . وينظر الفقه الفرنسي إلى عمليات التوريق على أنها أداة لإدارة الموارد المالية ، تمنح البنوك مصدرا للسيولة ، وتضمن لها سهولة التخلص من مخاطر عدم استيفاء قيمة قروضها ، وهو ما أثبت الواقع خلافه واجه ما يربو على مليون إلى ثلاثة ملايين أمريكي خطر فقدان مساكنهم، وأخليت قرى ومدن بأسرها بعد استرداد البنوك والمؤسسات المالية والعقارية لتلك العقارات، فتردت أسعارها وهبطت هبوطًا حادًّا، فبدأت البنوك والمؤسسات المالية وبيوت الرهونات العقارية تعاني تداعيات هذه القروض المتراكمة.

وعلى أثر ذلك أعلن بنك ليمان Lyman Brothers وهو رابع أكبر مصرف استثماري في الولايات المتحدة إفلاسه، وطلب من الجهات المختصة اتخاذ إجراءات طارئة لحمايته من الانهيار التام وسط تصاعد حدة الأزمة المالية.

ليس هذا فحسب، بل ووافق أيضًا ميرل لينش، الذي كان يئنُّ أيضًا تحت وطأة أزمة الرهونات العقارية على بيعه لبنك أوف أمريكا بمبلغ ٥٠ مليار دولار أمريكي.

جمدت جميع البنوك الأوروبية صناديقها العاملة في المجال العقاري في الولايات المتحدة.

أما في بريطانيا فقد اختلف الأمر نسبيًّا فيما يتعلق بتوجهات الأفراد؛ إذ من الثابت أن المؤسسات المقرضة للمساكن قد استردت نحو ١٤ ألف مسكن في عام ٢٠٠٧ بزيادة

قدرها ٣٠٪ عن العام السابق خلافًا لـ١٢٥ ألف عقار تأخر أصحابها في دفع أقساط القروض.

وقد لجأ أصحاب العقارات إلى بعض الترتيبات خشية استرداد عقاراتهم عند التوقف عن السداد، فقاموا ببيع تلك العقارات لبعض الشركات العقارية الخاصة بقيمة قد تصل إلى ٥٠٪ فقط من قيمة العقار على أن تقوم هذه الشركات بتأجير تلك العقارات لهم، وإن كان في الغالب لمدة لا تزيد على ستة أشهر إلا أن هذا المسلك ليس مألوفًا في الولايات المتحدة.

أما عن الأسباب الحقيقية التي أدت وسوف تؤدي من حين لآخر لمثل هذه الانهيارات فنجملها فيما يلي وبقدر ما تسمح به صفحات هذا البحث:

أولاً: البيع الآجل:

أولًا نقصد بالبيع الآجل ما تأجل فيه الثمن والمثمن، أي ما يتأجل فيه العوضان محل التعاقد ولا نقصد به بيع النسيئة أو البيع بالأجل On Credit.

لقد نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمالي على حساب القطاع المنتج، فحل صنع النقود Money making "التربح" محل صنع السلع وحلت الفائدة محل الربح، وبرزت المضاربة بمدلولها الاقتصادي بوصفها نشاطًا جوهريًّا في النظم الرأسمالية لا يتحرك بهدف خدمة قضية الإنتاج ولكن بغرض تحقيق المزيد من المكاسب والمغانم.

إن أخطر ما يجري الآن في أسواق النقد وأسواق رأس المال أن صارت الآلية الأساسية هي آلية القرض أو الدين، حيث جرى التحول من القرض للإنتاج إلى القرض للقرض.

وليس هناك ما هو أدل على أن صناعة النقود قد حلت محل صناعة السلع من البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية BIS التابع لصندوق النقد الدولي، وكذا تقرير البنك الدولي في أغسطس ٢٠٠٠م ، واللذان يجعلان الرأس تدور من فرط الدهشة، وهي أن قيمة العقود الآجلة في العالم فد قفزت إلى ٣٩٠.١ تريليون دولار في نهاية عام ١٩٩٨، بينما تشير البيانات الإحصائية لتقرير البنك الدولي عن نفس الفترة إلى أن حجم التجارة الدولية لم يتجاوز ٦.٨ تريليون دولار.

لقد انتهى الفكر المالي في النظام الرأسمالي إلى أن التمويل بالدين Debt financing هو أحد الخصائص الجوهرية للنظام الرأسمالي، وهو ما ذكره Dong Noland عن "منسكي" Minsky أحد قادة الفكر الاقتصادي المعاصر.

Debt financing is an essential characteristic of a capital economy.

ولذلك فعلماء التمويل والاستثمار في المجتمع الرأسمالي يرون أن أفضل أنواع التمويل هو التمويل بالدين Debt financing، فإذا ما كنت بصدد تأسيس شركة فإنهم يرون أن الهيكل التمويلي الأمثل Optimal Capital Structure كما يزعم "موديجلياني وميلر" هو الذي يقوم افتراضًا على الاقتراض بنسبة ١٠٠٪، وأن ذلك مؤداه نقل المخاطرة من أصحاب المشروع إلى الدائنين من خلال المتاجرة بأموال الغير، بينما الشركة في الأصل تقتضي تعدد الشركاء وتعدد أنصبة رءوس الأموال، بينما يرى المعتدلون منهم أن الهيكل التمويلي الأمثل يقوم على مزيج من أسهم رأس المال والقرض (Debt+ equity) وأن هذا من شأنه تقليل تكلفة رأس المال Cost of Capital وهي الفائدة المدفوعة للممولين، بينما أغلب الاقتصاديين وعلماء التمويل في الغرب ومن نهج نهجهم وسار على دربهم في الشرق يرون أن التمويل بالدين هو أرخص من التمويل عن طريق زيادة رأس المال.

وهذا التوجه تؤيده نظرية الرافعة المالية financial leverage ويطلق عليها الأمريكان "gearing". وهذا التوجه يقرر ما انتهى إليه "منسكي" أن القرض يمثل أحد الخصائص الجوهرية للنظام الرأسمالي. وتعرف الرافعة المالية بأنها استخدام أموال ذات تكلفة ثابتة بهدف زيادة ربحية السهم.

وتفصيل ذلك أنه إذا ما كانت إحدى المنشآت ترغب في التوسع والتطوير، أو عمليات إحلال وتجديد، و تمويل بعض الأصول الرأسمالية، وترغب في زيادة رأس المال، فقد انتهى الفكر المالي في النظام الرأسمالي إلى أنه من الأفضل لتلك الشركة ألا تلجأ لزيادة رأس المال؛ لأن ذلك وفقًا لتحليلهم مؤداه خفض ربحية السهم، وأن أفضل سبل التمويل لزيادة رأس المال هو الاقتراض. لا تتاجر بأموالك وإنما بأموال الآخرين، ويرون أن تكلفة الاقتراض وهي الفائدة المدفوعة إنما هي Tax deductible ، أي أنه يتم خصمها من الوعاء الضريبي الأمر الذي يمثل مزية عنه في حالة زيادة رأس المال. مع أن علماء التمويل المنصفين أثبتوا أن الرافعة المالية سيف ذو حدين وأن المؤيدين للاقتراض إنما

يتجاهلون المخاطرة والتي قد تؤدي إلى إفلاس المشروع Financial leverage is a two edged sword.

ولأن "منسكي" استشعر خطر التوسع في عمليات الإقراض والاقتراض فلم يُخفِ خشيته من الإفراط في هذه الظاهرة التي تفشت في المجتمع الرأسمالي من مرحلة لأخرى، فكشف عن هذه الظاهرة بقوله: " لقد صاحب الاقتصاد الأمريكي تطورًا خطيرًا خلال تاريخه، ففي عصر الرأسمالية التجارية استُخدم التمويل الخارجي External Debt لتسهيل التجارة أو عمليات الترانزيت، أما الآن، فعلى النقيض من ذلك، صارت الهيمنة والسيطرة للأسواق المالية التي تهيمن عليها المؤسسات المالية ومديرو الاستثمار".

ويؤكد حقيقة أن هذه الأزمات وما يترتب عليها من مضار لا تؤخذ في الاعتبار، فما أن يتأكد المقرضون والمستقرضون من احتواء الآثار التي تمخض عنها عدم استقرار ما يترقبونه من فوائض أو أرباح، إلا وتبع ذلك استئناف البنوك وأصحاب الأعمال لعمليات التمويل بالدين والتوسع في النشاط الإقراضي.

Once borrowers and lenders recognize that the down side of instability of profits has decreased, there will be an increase in the willingness and ability of business to debt- finance.

وأكد منسكي ذلك في موضع آخر بقوله: " إن الرأسمالية يلازمها عدم الاستقرار، فكل أزمة يتم احتواؤها بنجاح تشجع على المزيد من المخاطرة بالمضاربة والمزيد من مخاطر الإقراض والاقتراض".

As Minsky observed, Capitalism is inherently unstable. as each crisis is successfully contained, it encourages grater speculation and risk taking in borrowing and lending.

ومن صور التعامل بالدين أيضًا الشراء الهامشي:

ثانيا: الشراء الهامشي: Trading on Margin

ويعتبر الكثير من الاقتصاديين وخبراء أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها أن الشراء الهامشي كان أحد الأسباب الرئيسية لانهيار الأسواق العالمية في الثلاثينات، والتي واكبت أحداث الكساد الكبير عام ١٩٢٩ وكذا في أكتوبر ١٩٨٧، ومن الواضح أن هذه المضاربات المفرطة تؤدي إلى أضرار بالغة في شتى جوانب الحياة بالبلاد.

Many economists believe that excessive margin trading was one of the factors that caused securities prices to rise as high as they did in the late 1920 and then decline to the depths which they did in the early 1930's. It would seem that excessive speculation was bad for the country as a whole.[Charles Amos Dice, stock market, p.163]

وهذه المعاملة في حقيقتها تجمع بين الربا والقمار.

أما عن صورتها:

يتوجه العميل الذي ينشد الاستفادة من تقلبات الأسعار إلى إحدى شركات الوساطة المالية، ويعرب عن رغبته في استثمار ٥٠.٠٠٠ دولار أمريكي في شركة IBM الأمريكية.

يحاول الوسيط إغراء العميل باستثمار المزيد في أسهم هذه الشركة، ويقنعه بأن شراء المزيد من أسهم هذه الشركة سيحقق له من المال والثراء ما لم يدُر في خلده في يوم من الأيام.

ولأن المبلغ الذي يرغب العميل في استثماره هو كل ما يمتلكه من سيولة فائضة، تعرض عليه شركة الوساطة المالية أن تقرضه مبلغًا مماثلًا وبسعر الفائدة السائد في السوق لتصل جملة المبلغ المستثمر إلى ١٠٠ ألف دولار أمريكي، وهذا القرض يعدل ٥٠٪ من جملة رأس المال المستثمر.

ومن الطبيعي أن يقع العميل أسيرًا لهذا العرض المغري دون أن يفطن إلى إمكانية حدوث نزول في السعر يضاعف من خسارته، ذلك أن المشتري مضارب على الصعود دائمًا بينما البائع مضارب على الهبوط. المشتري يأمل أن يصعد السعر ويحقق ربحًا وفيرًا ويرد قيمة القرض إلى الوسيط، بينما لو هبط السعر فسوف تكون الكارثة حيث تمكن الوسيط من السيطرة على تفكير العميل واستغرق تمامًا في احتمالات الربح، فإذا حقق كسبًا انفتحت شهيته للمزيد من الشراء.

وإذا جاءت الريح تغير ما تشتهي السفن فانخفضت الأسعار، وقعت الكارثة وفقد كل ما يمتلك.

الوسيط الذي يقوم بإقراض العميل سوف يقوم بشراء أسهم شركة IBM وسوف يحتفظ لديه بالأسهم لحين سداد المقترض لديونه، ويحصل على عمولة مقابل تنفيذ الأمر، وكذا على فائدة مقابل القرض، وقد يقوم من جانبه بالاقتراض من أحد البنوك بضمان تلك الأسهم وبسعر فائدة يقل عن السعر الذي قام بالاقتراض به.

إذا افترضنا أن سعر السهم قد انخفض على خلاف توقعات العميل والوسيط ماذا يحدث؟! سوف يطلب الوسيط من العميل مبلغًا من المال بقيمة فارق السعر بين الهامش المدفوع وهو: $\frac{\text{رأس المال المدفوع}}{\text{رأس المال المستثمر}}$ وبين القيمة السوقية.

ويمكننا والأمر كذلك أن نتصور ما حدث تمامًا في أزمة الكساد الكبير، وكذا انهيار ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، وما قد يكون قد حدث أيضًا في انهيار سبتمبر ٢٠٠٨.

الشركات العقارية تمتلك أصولًا مادية ملموسة وهي العقارات، وفي ذات الوقت فإنه يجري التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية، فإذا انهارت أسعار العقارات في السوق العقاري انهارت أسعار أسهمها في أسواق الأوراق المالية.

ونفترض أن المتعاملين في هذه السوق قد أفرطوا وهو ما يحدث دائمًا في عمليات الشراء الهامشي، انخفضت قيمة العقارات، فانخفضت أسعار الأسهم.

شركات الوساطة المالية سوف تطالب المقترضين بدفع فارق السعر، العميل ليس لديه ما يقوم بسداده. يقوم الوسيط ببيع جزء مما لديه من الأسهم محافظة منه على نسبة الهامش، فتنخفض الأسعار مع زيادة عمليات البيع، فيطالبه بسداد الفرق مرة أخرى فلا يجد، فيبيع فتنخفض الأسعار وهكذا تستمر هذه الحلقة المفرغة في هذه الدائرة الخبيثة فتنهار الأسعار وتتعاظم الخسائر وتتدفق أوامر البيع على السوق لتعلن عن انهياره وهذا ما حدث في عام ١٩٢٩، وفي عام ١٩٨٧ حيث انهمرت البيوع على السوق كالسيل المتدفق بما لا سبيل إلى إيقافه.

ثالثًا: البيع على المكشوف: Short Sale

عرّفته الموسوعة الأمريكية بأنه الذي يحدث عندما يبيع شخص ما لم يملكه بعد. وهذا البيع في جوهره هو بيع لأوراق مالية مقترضة، فالمقترض (بفتح الراء) هنا ليس نقودًا وإنما الأوراق المالية التي يصدر المضارب الأمر ببيعها على أمل أن ينخفض السعر، فإذا ما انخفض السعر قام المتاجرون في الأوراق المالية بشراء الأوراق التي باعوها قبل أن يتملكوها وإعادتها إلى شركة الوساطة المالية التي قامت بإقراضها للعميل. وقد يتساءل البعض: وهل تمتلك شركة الوساطة المالية الأوراق التي تقوم بإقراضها للعملاء، نقول: لا، هي أوراق مالية مودعة بخزائنها تخص عملاء آخرين، حيث تقوم شركة الوساطة هنا بالتصرف فيما لا تملك، أي أنها تقوم بدور الفضولي وهو من لم يكن أصيلًا ولا وكيلًا ولا وليًّا ولا وصيًّا.

أما عن صورة هذا البيع، فإن مفاده توجه العميل إلى إحدى شركات الوساطة المالية ويصدر لها أمرًا ببيع عدد معين من أسهم إحدى الشركات، وطالما أنه بائع، فهو ما يعني أنه مضارب على الهبوط، أي يتوقع هبوط أسعار تلك الورقة ويبتغي التربح منها ولو لم تكن في ملكه ولا في حيازته، وقادر بنفسه على تسليمها لغيره.

حينئذ يتوجه إليه الوسيط أو مساعدوه بالسؤال التالي: هل لديك الأوراق التي تنوي بيعها، فيجيب: لا. فيجيب الوسيط: إذن نقرضك هذه الأوراق. وتقوم شركة الوساطة المالية في السوق ببيع الورقة بسعر مائة دولار مثلا، على أمل أن ينخفض سعرها في السوق خلال ساعات أو أيام قليلة، فيقوم العميل بشراء ما باعه قبل أن يتملكه ويعيد تلك الأوراق لشركة الوساطة المالية. ولو افترضنا أن صادفت توقعات العميل توقعات السوق وانخفض سعر الورقة إلى ٩٠$ فقط، وبفرض أنه قام ببيع ١٠٠٠ ورقة مالية فيكون قد حقق كسبًا قدره ١٠.٠٠٠$ يستقطع منها قيمة العمولة التي حصلت عليها شركة الوساطة المالية. ولو افترضنا أن وحدث عكس ذلك وقعت الكارثة حيث يضطر العميل إلى شراء الأوراق التي سبق له بيعها، فيشتري السهم بسعر ١٢٠دولار وهو الذي سبق بيعه بسعر مائة بخسارة ٢٠ دولار للسهم، ولو كان الأمر بيع ١٠.٠٠٠ سهم لبلغت خسارته ٢٠٠ ألف دولار، وما حدث في مصر ليس ببعيد جدًّا عن الأذهان.

ففي موسم ٤٩/ ١٩٥٠ ارتفع سعر القطن متوسط التيلة إلى ما يقرب عن ضعف ثمن القطن طويل التيلة، إثر قيام بيتين كبيرين من بيوت التصدير بشراء كميات كبيرة من القطن متوسط التيلة في بورصة العقود والبضاعة، بينما كانت الكميات المتاحة في السوق محدودة، فاضطر البائعون على المكشوف إلى إعادة شراء الكميات التي باعوها بعقود صورية بأي ثمن يفرض عليهم، حتى يتمكنوا من تسليم الكميات المتعاقد عليها التي قاموا ببيعها على المكشوف.

وهذه العمليات يطلق عليها Squeezing the shorts، فتمثل أعلى درجات الابتزاز من قبل المشترين لطائفة لا تقل سوءًا عنها وهم البائعون على المكشوف الذين يبيعون ما لا يملكون، حتى لقد ذهب بعض الكتاب الغربيين إلى القول:

" Short selling is an evil because the seller is disposing of the property of others".

فهؤلاء يرون أن هذا البيع شر مستطير؛ لأن البائع يتصرف بالبيع فيما لا يملكه. بل وذهب بنك التسويات الدولية إلى فرض العديد من القيود والتي تستهدف الحد من البيع على المكشوف ما لم يكن ذلك من خلال استخدام المشتقات المالية.

ومع هذا ذهبت بعض الدول العربية إلى إشعال حمى المضاربة في أسواقها بزعم تنشيط السوق باستخدام الأدوات التي ثبت أنها ساهمت في انهيار الأسواق العالمية، ومنها الشراء الهامشي والبيع على المكشوف، ولسنا هنا في حاجة إلى تعليق.

وإذا انتقلنا بسرعة الريح من الأسواق الحاضرة Spot Markets إلى أسواق العقود الآجلة والمستقبلية والدور المدمر الذي تلعبه أدوات المشتقات المالية وما تمخض عنه الفكر الغربي من خلال ما أسموه بالهندسة المالية Financial Engineering لنلتقط صورًا لبعض المعاملات بالقدر الذي يسمح به هنا البحث وصولًا إلى الأسباب التي أدت إلى هذه الانهيارات.

البيع الآجل كما ذكرنا ليس هو بيع النسيئة، بمعنى تأجيل الثمن ولكنه البيع الذي يتأجل فيه تمليك العوضين محل التعاقد، فلا البائع يملك البيع إلى المشتري ولا المشتري يملك الثمن للبائع، وكلاهما مؤجل إلى تاريخ لاحق متفق عليه، وفي أغلب الحالات لا يمتلك البائع ما يبيعه ولا المشتري يمتلك المال الذي يبذله في الشراء، وتنتهي غالبًا هذه المعاملات بدفع فروق الأسعار.

وقد جرى تعريف العقد الآجل بأنه "اتفاقية بين طرفين أحدهما مشتر والآخر بائع لشراء أو بيع سلعة أو عملة أو ورقة مالية في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد".

ووجه الخلاف الرئيسي بين العقود الآجلة Forward Contracts والعقود المستقبلية Futures Contracts، أنه بينما يتم إنشاء العقود الآجلة في الأسواق غير الرسمية، فإن العقود المستقبلية تتم من خلال السوق الرسمية "بورصة العقود".

العقود في السوق الآجلة يتم تفصيلها وفقًا لرغبة المتعاقدين، أما العقود المستقبلية فهي عقود نمطية في كمياتها وأسلوب التعامل عليها.

في تاريخ التسوية يحقق المشتري أو البائع في العقود الآجلة ربحًا أو خسارة يتمثل في الفرق بين السعر المتعاقد عليه عند إنشاء العقد والسعر يوم التصفية، أما في العقود المستقبلية فتتم التسوية يوميًّا وحتى يوم التصفية بالإضافة أو الخصم وفقًا لمتوسط أسعار السوق.

وما يعنينا في هذا الصدد أن هذه البيوع تنطوي على بيع الدين بالدين أو الكالئ بالكالئ المحرم في الشريعة الإسلامية، فلا تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلم، وكلا العوضين محل التعاقد مؤجلان ليوم التصفية.

رابعا : المضاربة :

قبل أن أشرع في تناول موضوع المضاربة بمدلولها الاقتصادي Speculation أود أن أنبه ابتداء إلى أن المضاربة في اللغة وعند فقهاء المسلمين تختلف عن مدلولها عند الاقتصاديين.

فالمضاربة لغة وشرعًا هي اشتراك أصحاب الأموال مع أصحاب الخبرات في عمل معين على أن يقتسما الربح بينهما بنسبة شائعة كالربع أو الثلث أو النصف ...إلخ.

فكثير من الناس يمتلك المال ولكنه لا يمتلك الخبرة في توظيف هذه الأموال، وقد يمتلك الخبرة ولكن لا يسعفه الوقت، بينما أصحاب الخبرات والأعمال لديهم الخبرة وليس لديهم المال الذي يوظفونه في تلك الأعمال. والمضاربة بهذا المعنى مأخوذة من الضرب، وهي السعي، واقرأ إن شئت قوله تعالى: ﴿وَءَاخَرُونَ يَضۡرِبُونَ فِي ٱلۡأَرۡضِ يَبۡتَغُونَ مِن فَضۡلِ ٱللَّهِ﴾ [المزمل: ٢٠]، وقد عرّفها الفقهاء بأنها عقد على الشركة في الربح بين رب المال الذي يقدم ماله وبين المضارب الذي يقدم عمله، فيد المضارب على المال يد أمانة، وتصرفه في هذا المال تصرف الوكيل، فإذا ما تحقق ربح فالمضارب شريك في هذا الربح مع رب المال وفقًا لشروط العقد، وإذا لم يتحقق ربح فلا شيء للمضارب، وإذا خسرت الشركة فالخسارة على رب المال، أما المضارب والذي يعمل في المال فحسبه أنه لم يأخذ أجرًا على عمله.

هذا في الأصل هو مفهوم المضاربة، إلا أنهم استخدموا كلمة المضاربة في الغرب بمعنى المخاطرة، فقالوا: إن الحياة كلها مضاربة، وإن روح المخاطرة ولدت مع الإنسان منذ بدء الخليقة. وقد عرف بعضهم المضاربة بأنها تقدير فرص الكسب لاغتنامها واحتمالات الخسارة لتجنبها.

وقد عرفها معجم أكسفورد بأنها من المقامرات التجارية وأن جميع الشرور المتولدة من المغامرة تسمى مضاربة.

Speculation: adventurous dealings or rather commercials gamblings. The evils produced by gambling is called speculation.

ومن التعريفات التي تتسم بقدر كبير من الواقعية وتكشف عن التحول في النظام الرأسمالي الذي ساد فيه الاقتصاد الرمزي وتفوق رأس المال النقدي على رأس المال الإنتاجي وحلت فيه صناعة النقود محل صناعة السلع – ما ذكره corcapino في صحيفة Daily life : " "إن المضاربة كانت دماء الحياة للنظام الاقتصادي، حيث فقد الإنتاج أرضيته وميدانه يومًا بيوم وغزت الرأسمالية التجارية كل شيء".

Speculation was the life- blood of an economic system where production was losing ground day by day and mercantilism was invading every thing.

بل ويذكر Paul M. warburg وهو أحد المصرفيين البارزين الذين كان لهم دور بارز في إنشاء الاحتياطي الفيدرالي: "إن التاريخ يعيد نفسه، وقد تعلم البشر منه أن المضاربة المفرطة تنتهي إلى الكوارث وإلى الانكماش، وإذا ما سمح بالإفراط في المضاربة، فإن الانهيارات تصبح أمرًا يقينيًّا، لا للتأثير على المضاربين فقط ولكن لجلب الكساد ليحل في كل شبر من البلاد.

History which has a painful way of repeating itself, has taught mankind that speculation over expansion invariably end in over contraction and distress. If argues of speculation are permitted to spread too far, however the ultimate collapse is certain not only to affect the speculators them selves, but also to bring a bout a general depression involving the entire country.

(Edward Chancellor. Devil takes the hindmost, p.210).

ويرى صاحب تاريخ المضاربة: أن مَيل الأمريكيين للمضاربة إنما يرجع إلى شراهة المنافسة وشهية الأمريكيين للمخاطرة. بل إن جورج سوروس وهو واحد من أكبر القوى المؤثرة في مجال المال والأعمال في العالم يعتقد أن المضاربة تهدد بأزمات مالية عالمية.

وبينما ذهب جون ماينرد كينز إلى أن علاج شرور المضاربة يقتضي فرض ضريبة عقابية على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية، لإجبار هذه الفئة على الاستثمار طويل الأجل، نجد على النقيض من ذلك أن بعض الدول العربية ومنها مصر قررت بمقتضى القانون إعفاء الأرباح الرأسمالية Capital gains الناتجة عن عمليات المضاربة في السوق من الضرائب كلية بزعم تنشيط السوق.

As a cure for the evil of speculation he suggested a punitive capital gains tax on stock market transactions in order to force to take long term view.

ولسنا في حاجة هنا أن نعرض لحجم الخسائر التي تعرضت لها البنوك والشركات في العالم أجمع، وحسبنا أن تشير إلى أن بنك بارينجز وهو من أعرق البنوك التجارية

البريطانية قد تعرض للإفلاس بسبب المضاربة من خلال أدوات المشتقات، وإثر ذلك تعرضت الأسواق المالية البريطانية والأسيوية والاسترالية لهزة عنيفة، وأعلن بنك إنجلترا عام ١٩٩٥ عن إخفاق البنوك البريطانية في إنقاذ البنك بسبب صعوبة تحديد حجم الخسائر الخاصة بالعقود الآجلة.

إن المتعاملين في أسواق الأوراق المالية، لا أقول في الغرب وحده بل وفي جميع الدول العربية، قلما تجد من بينهم مستثمرًا واحدًا، فالغالبية من هؤلاء المتعاملين يشترون في يومهم ليبيعون في غدهم وأحيانًا يصدر أحدهم أمرين أحدهما بالشراء والآخر بالبيع في نفس الوقت.

والأصل أن المساهم شريك في الشركة، أي أنه من أصحابها، كما أن الأصل في الشركة هو الاستمرار والاستثناء هو انقضاء الشركة أو خروج أحد الشركاء.

الشخص الذي يمتلك الأسهم باعتباره شريكًا فيها إنما يربط مصيره بمصير الشركة ويترقب أرباحها ويساهم في إنمائها، ولو أننا أطلقنا العنان لخيالنا فإننا سوف نجد السؤال التالي يطرح نفسه على بساط البحث: إذا ما كان المضارب يشتري في يومه ليبيع في غده، فمن الذي سيراقب أداء هذه الشركة وكافة الشركات المساهمة التي تمثل قوى الإنتاج؟

من الذي سيحضر اجتماعات الجمعيات العامة لمناقشة نتائج أعمال الشركات ولمناقشة المشكلات التي لها مساس بمستقبل الشركة؟

من الذي سيحاسب مجلس الإدارة إذا ما أخفقت الشركة في تحقيق أهدافها أو في حالة تخلف طرائق إنتاجها أو تدهور ربحيتها ونتائج أعمالها؟

ولأن المتعاملين في هذه الأسواق لا يترقبون نتائج أعمال تلك الشركات، ولا ما تحققه من فوائض مالية، وأن كل همهم هو الحصول على أرباح رأسمالية تمثل الفرق بين الشراء والبيع تعيَّن القول بأنها شركات بلا أصحاب.

ولو كان المقام يتسع هنا لأثبتُّ أن أغلب أوراق الشركات في سوق الأوراق المالية في مصر والتي يتهافت عليها المتعاملون تتروح عوائدها بنسبة ١ : ٣ ٪ نتيجة ارتفاع قيمتها السوقية بما لا يتناسب مع عوائدها، وهذه ليست موضع نظر ولا اعتبار من قبل هؤلاء المضاربين.

فإذا انهارت هذه الشركات لأنها شركات بلا أصحاب فلماذا تثور الدهشة وتطرح التساؤلات وقد أثبتنا أن عمليات البيع على المكشوف في السوق الحاضرة وكذا الشراء الهامشي فيها يمثلان أعلى درجة من المضاربات على مستوى العالم؟

وقبل أن نتطرق لنماذج من أدوات المشتقات ودورها المدمر في أسواق المال العالمية، فقد يكون من المفيد أن نعرض لدور الهندسة المالية في صناعة المشتقات.

إن التطور المذهل والسريع في تقنية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعتمد مع كثافة العمل إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة ترك بصماته على أساليب التمويل للحكومات والشركات، وعلى التمويل المصرفي، وقد صاحب هذا التطور ظهور الشركات متعددة الجنسيات، كما اقترن به خلق آليات جديدة كصناديق الاستثمار، وبطاقات الائتمان، وشهادات الإيداع، وأسهم الخزانة، ولعل أهم تلك الأدوات قاطبة التي اقتحمت أسواق المال أجملها البعض في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات وعقود تثبيت أسعار الفائدة وعقود تثبيت أسعار الصرف، وقد ساعد على ابتكار هذه الأدوات.

١- انهيار اتفاقية بريتون وودز، وهو الأمر الذي ترتب عليه تقلبات عنيفة في سعر الصرف.

٢- انهيارات الأسواق العالمية، الأمر الذي دفع إلى محاولة خلق أدوات للتحوط ضد مخاطر تقلب الأسعار.

٣- المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية في سياقها المحموم دفع تلك المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار إلى خلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل.

وعلى الرغم من أن الهندسة المالية قدمت العديد من الابتكارات تلبية لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية في صورة أدوات وآليات جديدة، إلا أن ما كان بالأمس يمثل حلولًا إبداعية لمشكلات التمويل والتحوط ضد مخاطر تقلب أسعار الصرف والفائدة وتقلب أسعار السلع لم يعد موائما لظروف العصر.

وقد عرف فينتري الهندسة المالية بأنها التصميم والتطوير لأدوات وآليات مبتكرة والصياغة لحلول إبداعية لمشكلات التمويل.

ثم تعالوا نستعرض معًا صورًا لبعض أدوات المشتقات لاستحالة تناولها جميعًا.

قد يتساءل البعض عن ماهية المشتقات، ونبادر إلى القول: إن المشتقات المالية ليست أصولًا مالية financial assets كما أنها ليست أصولًا عينية real assets ، وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود، ويطلق عليها أدوات تعاقدية يعتمد أداؤها على أداء أصول أو أدوات أخرى.

وأهم التعريفات التي وقع اختيارنا عليها هو تعريف بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي international monetary fund:

المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارًا لأصل المال في هذه الأصول، لذلك فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد، وما يقابله من تدفقات نقدية يصبح أمرًا غير ضروري.

خامسا: أدوات المشتقات جميعها يعدونها من أدوات التحوط ضد المخاطر المالية، مع أن هذه الأدوات في ذاتها تحمل من المخاطر ما لا تحمله الأدوات محل التحوط.

من المعلوم أيضًا أن المخاطر لا يمكن درءها من خلال هذه العقود وإنما تعمل هذه الأدوات على نقل المخاطرة من الجهة أو الشخص الذي لا يرغب في تحملها Risk averse إلى الجهة التي تسعى في تحملها نيابة عنه مقابل دفع ثمن تحمل المخاطرة، شأنه في ذلك شأن سائر عقود التأمين، وجميعها من العقود الاحتمالية probable contracts التي تقع تارة، وتارة لا تقع، فهي من عقود الغرر، والغرر من القمار.

ونلقي الآن نظرة عابرة على بعض هذه الأدوات.

أولاً: عقود الخيار: Option contracts

عرّف ستيف كرول عقد الخيار option contracts : "أنه عقد بين بائع ومشترٍ يعطي للمشتري حقًّا في أن يبيع أو أن يشتري أصلًا معينًا بسعر محدد سلفًا خلال فترة زمنية محددة مسبقًا، ويلزم البائع بمقتضى هذا العقد تنفيذه إذا طلب إليه ذلك، بينما يمارس المشتري حقه في طلب تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه اتجاه الطرف الآخر باستثناء ما يدفعه للبائع عند العقد كثمن لحق الخيار option price.

ما هو ثمن الخيار: Option price

هو الثمن المبذول من قبل المشتري لحق الخيار في مقابل أن يكون له الحق في مطالبة بائع الخيار في أي وقت خلال فترة العقد في أن يشتري منه أو أن يبيع له الأصل محل التعاقد.

قد يكون ذهبًا أو ماسًا أو محصولًا زراعيًّا أو عملة من العملات الرئيسية أو ورقة مالية أو سلعة معينة.

وهذا لا يخرج عن كونه مراهنة على محض اتجاهات الأسعار، فإذا كان للمشتري حق الخيار في شراء عملة معينة خلال ثلاثة أشهر أو فسخ العقد، فإنه سيظل يراقب الأسعار فإذا ارتفع السعر إلى القدر الذي يرغبه طالب البائع بالتنفيذ، وقد يضطر البائع لشراء الأصل بسعر ١٠٠$ لبيعه لمشتري حق الخيار بسعر ٥٠$ وفقًا للسعر المتعاقد عليه – فهو مقامرة مع اتجاهات الأسعار، وله الحق في أن يبيع حق الخيار إلى غيره.

وقد يشترط مشتري العقد أن يكون له الحق في مضاعفة الكمية، وذلك إذا ما رأى أن الأسعار تتجه في صالحه، في هذه الحالة سوف يكون ثمن الخيار مضاعفًا، وإن شئت فقل: أضعافًا مضاعفة. بسبب ارتفاع نسبة المخاطرة.

وقد يكون الخيار مزدوجًا فيكون لمشتري عقد الخيار الحق في أن يكون مشتريًا أو بائعًا وفقًا لاتجاهات السوق، ونظرًا لتعاظم درجة المخاطرة هنا فحدِّث هنا عن ثمن الخيار ولا حرج .

وليس هناك ما هو أعظم غررًا من ألا يعرف المتعاقد إن كان بائعًا أم مشتريًا، والخيار بهذا المعنى يختلف تمامًا عن الخيار في الشريعة الإسلامية، والخيار في اللغة هو الاسم من الاختيار وهو طلب خير الأمرين بإمضاء البيع أو فسخه، وقد شرع لكي يكون وسيلة لدفع الغبن والتغرير والأمن من الانخداع.

أما في أسواق المال فهو مراهنة على محض اتجاهات الأسعار. والأمر أعظم من أن نتناوله تفصيلًا على هذه الصفحات.

وهذه العقود تتعارض فيها مصلحة العاقدين تعارضًا واضحًا وبينًّا، فما كان مظنة منفعة لأمر الأطراف يمثل مضرة للطرف الآخر، لذلك كانت أرباح مشتري عقد الخيار تمثل خسارة بائع حق الخيار، وهو ما عبر عنه صاحب كتاب

Management of investment The profit for the put buyer are the losses for the writer of the put and vice- versa.

وعبر عن ذلك في موضوع آخر بقوله:

" Since one party's gains are the other party's losses…. Etc".

وهو ما يعني أن بيع طرف ما يمثل خسارة الطرف الآخر وهذا لا يحدث إلا في عقود القمار.

ولذلك ذهب Elton Gruber إلى القول: إن العقود المستقبلية وعقود الاختيارات إنما تمثل جانب الرهان على أداء ورقة مالية أو حزمة من هذه الأوراق.

وأكد علماء الاستثمار أن أسواق العقود المستقبلية والاختيارات قد لعبت دورًا مدمرًا في أحداث الانهيار الذي اجتاح الأسواق العالمية في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ والذي كان أشد سوءًا من الانهيار الذي اجتاح هذه الأسواق عام ١٩٢٩ .

(The Paribas derivative Handbook, p.13)

بل ذهب "Chance" صاحب موسوعة المشتقات إلى أنه لن يكون بالوسع الإفلات من النقد الموجه إلى عقود الخيار والعقود المستقبلية أنها تسهم في رعاية القمار المقنن.

Futures and options markets will never escape the criticism that they foster legalized gambling.

بل إن اتحاد المصارف العربية ذهب إلى القول -رغم تحفظه-: " إن عمليات الخيار من قبيل الرهان والقمار الحقيقي وهو علم له أصوله وفنونه ولاعبوه ونتائجه، (اتحاد المصارف العربية – الهندسة المالية، ص١٣٥) والأمر على هذا النحو ليس في حاجة إلى إضافة أو تعليق.

ثانيًا : عقود تثبيت سعر الفائدة: Caps, Floors & Collars

كثيرًا ما تلجأ المنشآت إلى الاقتراض من البنوك أو عن طريق طرح سندات في السوق الأولية primary market، أما الفائدة التي تتحملها هذه المنشآت كثمن الاقتراض فليست دائمًا ثابتة، ذلك أن أسعار الفائدة المعومة floating صارت أكثر جاذبية في التعامل. ونظرًا لتقلب سعر الفائدة ورغبة في التحوط Hedging ضد ارتفاعها من قبل المقترضين أو التحوط من انخفاضها من قبل المقرضين يتم التحوط بهذه العقود ضد مخاطر تقلب الأسعار.

فإذا ما وقع اختيار المنشأة على إنشاء عقد الحد الأقصى "Cap" وكانت قد اقترضت مليون دولار أمريكي، تقوم بعقد اتفاقية مع طرف آخر وليكن بنك ميدلاند على أساس أن أي ارتفاع لسعر الفائدة عن سعر التعاقد وهو مثلًا ٧٪ يتحمله هذا البنك، وفي مقابل ذلك فإنه يحصل عند التعاقد على عوض مقابل تحمله هذه المخاطرة أو على ثمن المخاطرة وليكن مائة ألف دولار، فإذا ارتفع السعر تحمل البنك ما زاد على سعر التعاقد، وإن لم

يرتفع فقد ربح البنك وخسر المتحوط ضد مخاطر تقلب سعر الفائدة ١٠٠ ألف دولار. وهذا العقد أيضًا يجمع بين الربا والقمار الصريح.

ولذا عرف ميرتون عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة، بأنه عقد بين طرفين يوافق من خلاله بائع العقد على أن يدفع لمشتري العقد الفرق بين سعر الفائدة المتعاقد عليها والسعر المعوم طوال مدة العقد وعند كل تسوية، وفي المقابل فإن مشتري العقد يدفع إلى البائع تعويضًا عند إنشاء العقد.

قِس على هذا أنواعًا كثيرة من عقود الخيار، وكذا عقود الصرف عندما ترغب منشأة في تثبيت سعر الصرف أو أنها تخشى من تغلب سعر الصرف. وهناك أيضًا:

مبادلات سعر فائدة ثابت بسعر فائدة متغير Swaps، وجميعها أمور تتعلق بالدين والربا وبالفائدة وتنبني على المخاطرة وبالتالي على المقامرة.

لذلك لم يكن مستغربًا أن يتناول أحد الكتاب الغربيين تلك الحقائق المؤلمة لما يجري في هذه الأسواق في مؤلَّفه القيِّم "العولمة والمجتمع الغربي" بقوله:

"لقد أصبح النظام المالي المعولم ناديًا عملاقًا للقمار، يقامر من خلاله اللاعبون بحثًا عن مكاسب فورية لا علاقة لها بالمساهمات الإنتاجية".

ويذكر ايلتون، وجروبر في مؤلَّفهما القيِّم عن محفظة الأوراق المالية وتحليل الاستثمار قوله: "إن العقود المستقبلية وعقود الاختيارات هي أوراق مالية تمثل جانب الرهان على أداء ورقة مالية معينة أو حزمة من الأوراق".

بل وصرح شانس صاحب موسوعة المشتقات، بأنه لن يكون بالوسع الإفلات من النقد الموجه إلى عقود الخيار والعقود المستقبلية بأنها تسهم في رعاية القمار المقنن.

وذهب صندوق النقد الدولي فيما يعد وثيقة دامغة دافعة للمعاندين إلى القول: جميع المشتقات المالية قد جرى تصميمها بغرض المضاربة، أو المتاجرة في مخاطر السوق.

وأعلن سوروس في لجنة البنوك الأمريكية أن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها لتمكين المؤسسات الاستثمارية من المقامرة ولم يكن بوسع هذه المؤسسات ممارستها قبل السماح لها بذلك.

وذهب ألفريد ستينر إلى وصف المشتقات بأنها وحش المالية المفترس the wild beast of finance وأنها ديناميت الأزمات المالية.

أما بيتر دراكر الاقتصادي الأمريكي النمساوي الأصل قد تناول في مقال مثير في الصحف الأمريكية موضوع المشتقات والهندسة المالية بقوله:

"إن المشتقات المالية التي كانت من أبرز الأدوات التي تمحص عنها الفكر المالي، ووصفت بأنها علمية، لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في مونت كارلو ولاس فيجاس".

بل وذهب شانس إلى القول: "إن بورصة وول ستريت كانت تحاول استغباء العالم ومخادعته بمبتكرات رياضية لا تجلب نفعا ولا تدفع ضرًّا".

ثم بعد ذلك يتساءل البعض عن سبب انهيارات الأسواق؟

لن نتحدث عن الخسائر والذعر الجماعي الذي انتاب العالم ويكفي الإشارة إلى السعودية، فقد خسرت ١٤٠ مليار ريال في ثلاثة أيام، والبورصة المصرية خسرت ٧٢ مليار جنيه في النصف الثاني من سبتمبر، وصناديق المعاشات في الولايات المتحدة خسرت ٢ ترليون دولار في ثمانية أشهر. ووصل العجز في الموازنة الأمريكية للعام الحالي إلى ٤٣٨ مليار دولار فضلًا عن أن الولايات المتحدة تعتبر من أكبر الدول المدينة في العالم.

نظام يقوم على الدين والقمار	Debt Financing and Gambling
الرهونات العقارية	Mortgage Debt
البيع الآجل	Forward Contracts
العقود المستقبلية	Futures Contracts
الشراء الهامشي	Trading on Margin
البيع على المكشوف	Short Sale
عقود تثبيت أسعار الفائدة	Caps, Floors & Collars
عقود تثبيت أسعار الصرف والمبادلات	Currency Swaps
البنوك التقليدية والفوائد الربوية	Conventional Banks & Usury
المضاربة والمقامرة	Speculation and gambling

ثم يتساءلون عن سر هذه الأزمة وما سبقها من أزمات!!

إن آليات السوق عجزت عن القيام بدورها في إحداث التوازن الاقتصادي في ظل نظام يعتبر الدين أهم خصائصه الجوهرية ويفضي إلى الربا والقمار وأكل أموال الغير بالباطل وتحول الأسواق إلى نادٍ عملاق لممارسة القمار.

إن إلقاء نظرة على الوضع الاقتصادي الأمريكي لأكبر دولة في العالم يصيب المرء بالذهول.

١- لقد بلغ العجز في الميزان التجاري الأمريكي ٧٥٨ مليار دولار ويعود السبب في ذلك إلى تحول رءوس الأموال من القطاع المنتج إلى القطاع غير المنتج رغبة في تحقيق كسب البيع السريع.

٢- بلغ حجم المديونية عام ٢٠٠٨ أربعة مليارات دولار.

٣- بلغ حجم المديونية ٨.٩ تريليون دولار عام ٢٠٠٧ تمثل ٦٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي.

٤- بلغ حجم ديون الأفراد ٩.٢ تريليون دولار منها ٦.٦ تريليون دولار تمثل ديون عقارية، أما ديون الشركات فتحتل المرتبة الأولى من حيث حجمها حيث بلغت ١٨.٤ تريليون دولار.

وبذلك فإن حجم مديونية الحكومة والشركات والأفراد يبلغ ٣٦ تريليون دولار. ثم بعد ذلك يتساءلون عن أسباب هذه الأزمة !

الحل على المدى القصير.

١- استخدام عمليات الحقن بالإبر المصرفية لزيادة نسبة السيولة في ظل حالة الركود والانكماش التي تهيمن حاليًا على النشاط الاقتصادي في الدول الرأسمالية وخاصة الولايات المتحدة والمملكة المتحدة.

٢- رقابة صارمة من جانب البنوك المركزية على شتى الوحدات المصرفية لرقابة أدائها واتباع سياسات من شأنها المحافظة على معامل الاستقرار النقدي.

٣- استخدام البنوك المركزية لأدوات السياسة النقدية والتي من خلالها يتم تحجيم قدرة البنوك على منح الائتمان سواء كانت تجارية أم استثمارية، تلافيًا للأزمات المالية المتعاقبة التي يعاني منها النظام الرأسمالي.

٤- الحد من المضاربات في الأسواق المالية والتي تضر بشتى وجوه النشاط الاقتصادي، وفرض ضرائب عقابية على الأرباح الرأسمالية للتخلص من شرور المضاربة

كما دعا إلى ذلك كنز، ووضع القيود اللازمة من خلال اللوائح والقوانين المنظمة للأسواق المالية للحد من تلك المضاربات وتشجيع رءوس الأموال على التوجه إلى قطاع الإنتاج للتربح من خلال عمليات حقيقية منتجة وليس من خلال القيم المختلقة Fabricated Values التي تمثل الفوائض المالية والأرباح في الأسواق المالية.

٥- شطب مصطلح Deregulation من القاموس الاقتصادي والذي يعني: تحرير الأسواق وإزالة جميع القيود القانونية والأخلاقية والعقدية، وهي التي تم فرضها على كافة دول العالم من قبل الولايات المتحدة.

الحل على المدى الطويل: Long Term Solution

أما الحل الذي من شأنه تخلص المجتمع الرأسمالي من دورات الكساد وأزمات الركود المالي وغيرها فليس بمستعصٍ، وليقرأ مَن شاء قوله تعالى:

﴿ٱلَّذِينَ يَأۡكُلُونَ ٱلرِّبَوٰاْ لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ ٱلَّذِي يَتَخَبَّطُهُ ٱلشَّيۡطَٰنُ مِنَ ٱلۡمَسِّۚ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمۡ قَالُوٓاْ إِنَّمَا ٱلۡبَيۡعُ مِثۡلُ ٱلرِّبَوٰاْۗ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلۡبَيۡعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْۚ فَمَن جَآءَهُۥ مَوۡعِظَةٞ مِّن رَّبِّهِۦ فَٱنتَهَىٰ فَلَهُۥ مَا سَلَفَ وَأَمۡرُهُۥٓ إِلَى ٱللَّهِۖ وَمَنۡ عَادَ فَأُوْلَٰٓئِكَ أَصۡحَٰبُ ٱلنَّارِۖ هُمۡ فِيهَا خَٰلِدُونَ ٢٧٥﴾ [البقرة].

الحل في قوله تعالى: ﴿فَمَن جَآءَهُۥ مَوۡعِظَةٞ مِّن رَّبِّهِۦ فَٱنتَهَىٰ فَلَهُۥ مَا سَلَفَ وَأَمۡرُهُۥٓ إِلَى ٱللَّهِ﴾ [البقرة: ٢٧٥].

أما أية حلول أخرى فهي مسكنات لا تلبث أن يزول مفعولها قبل أن تبدأ دورات الكساد والأزمات المالية التي تعاني منها هذه الأسواق من جديد.

قال ابن عباس رضي الله عنه: من كان مقيمًا على الربا لا ينزع عنه، فحق على إمام المسلمين أن يستتيبه، فإن نزع وإلا ضرب عنقه.

وقال ابن خويزمنداد المالكي: ولو أن أهل بلد اصطلحوا على الربا استحلالا كانوا مرتدين، والحكم فيهم كالحكم في أهل الردة، وإن لم يكن ذلك منهم استحلالا جاز للإمام محاربتهم.

والله من وراء القصد ،،،،،

* * *

obeikandl.com

خاتمة وتوصيات

لقد كشفت الأزمة المالية العالمية الأخيرة عن زيف آليات السوق ، وأن اليد الخفية التي بشر بها آدم سميث إنما كانت أكذوبة كبرى غير قادرة على إحداث التوازن
The myth of the invisible hand

وإذا كانت آليات هي الركيزة الرئيسية التي يقوم عليها النظام الرأسمالي ، واقتصاديات السوق هي أهم خصائص هذا النظام ، فإن بوسعنا أن نقطع أن النظام الرأسمالي يعاني من خلل اقتصادي مزمن يعرضه للأزمات من حين لآخر.

وإذا كانت دورات الكساد هي جزء من الاختلال القائم بين العرض والطلب، أي أنه اختلال مؤقت وليس خللا هيكليا مزمنا – كما يزعم بعض الاقتصاديين – فإن الجدل مازال محتدما بين الاقتصاديين حول تحول دورات الكساد إلى كساد عظيم . حتى أولئك الذين كانوا يتشبثون بميكانيزم السوق ودورها في إحداث التوازن التلقائي بين العرض والطلب راحوا يتساءلون بعد الأزمة الأخيرة ، أين كانت آليات السوق حينما وقعت أزمة الكساد الكبير ؟ وأين كانت آليات السوق حينما أُغلقت أسواق الأوراق المالية العالمية – بفرامانات حكومية– في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ ، والذي أطلقوا عليه الإثنين الأسود Black Monday ؟ وأين كانت آليات السوق حينما وقعت الأزمة المالية الأخيرة ؟

ليس هناك من شك أن اليد الخفية التي بشر بها آدم سميث وبدورها المزعوم في تحقيق التوازن قد أصابها الشلل الذي أصاب هذه الأسواق والنظام الرأسمالي برمته.

لقد بدأ العالم يستعيد ذاكرة أحداث الكساد الكبير والذي يرى كثير من الاقتصاديين أنه كان نتاج خلل هيكلي في الاقتصاد الرأسمالي ، ولكن أقطاب هذا النظام أخذتهم العزة بالإثم فأنكروا وكابروا . ونحن مع الذين قالوا: إنه خلل هيكلي . ولو لم يكن كذلك ، وكان خللا مؤقتا ، لاستعادت هذه الأسواق توازنها وما أطاحت بها الأزمات الواحدة تلو الأخرى.

بدأ بعض الاقتصاديين الرأسماليين يتساءلون اليوم مرة أخرى وهم بصدد إعادة النظر في مثالب النظام الرأسمالي ، هل هذه الأزمات تشير إلى إخفاق حرية السوق ، وتحرير الأسواق Free market and deregulation of Markets أم بسبب المعروض النقدي Money supply حيث يرى أغلب الاقتصاديين ومعهم صندوق النقد الدولي أن معامل الاستقرار النقدي هو المسئول عن إحداث التوازن المالي والاقتصادي، أما المدرسة النمساوية بقيادة فردريك هايك Fredrick Hayek فكانت ترى أن الانتعاش الذي سبق أزمة الكساد الكبير في العشرينات كان بسبب التوسع في المعروض النقدي ، وبمعنى آخر أنه كان انتعاشا بقوة دفع الائتمان يمتد لفترة قصيرة، لذا فهو أشبه بالمسكنات Unsustainable credit driven boom ولذا يرى أصحاب هذه المدرسة أن الاتحاد الفيدرالي الذي أنشئ عام ١٩١٣ يتحمل كثيرا من اللوم.

وكينز لا يختلف عن غيره في تصوره لملازمة الكساد وأحداث الانهيار له من حين لآخر فهو يرى أن :

" الرخاء يتوقف على الاستثمار لأنه ما لم يتم توظيف المدخرات فإن مؤدى ذلك حدوث انكماش. ويرى أن الاستثمار ليس دافعا للاقتصاد يمكن الاعتماد عليه ، فهو مهدد على الدوام بالتشبع ، والتشبع يولد الانكماش" .

أما النظريات الهيكلية، وأهمها قاطبة الكينزية ومعها الاقتصاديات المؤسسية فقد بررت الكساد بإفراط في الاستثمار، وبالتالي وفرة في الإنتاج يقابلها على الجانب الآخر انخفاض في الطلب الكلي على السلع والخدمات (اقتصاديات الفقاقيع).

There are structural theories most importantly Keynesian , but also including those of institutional economics , that point to underconsumption and overinvestment (economic bubble) malfeasance by Bankers and industrialists

وأكد هذا المعنى وهو الأقرب إلى الواقع من وجهة نظري ما كتبه الفيدرالي Mariner S Eccles who served as Franklin .Roosevelt's Chairman of the Fedral Reserve from November 1934 to Feb.1948 :

مؤكدا على سوء توزيع الثروة في المجتمع الرأسمالي:

" As Mass production has to be accompanied by mass consumption , mass consumption , in turn implies a distribution of wealth – not of existing wealth , but of wealth as it is currently produced to provide people with buying power equal to the amount of goods and services offered by the nation's economic machinery. Instead of

achieving that kind of distribution , a giant suction pump had by 1929-30 drawn into a few hands an increasing portion of currently produced wealth . By taking purchasing power out of the hands of mass consumers, the savers denied to themselves the kind of effective demand for their products.

في حين يرى النقديون بما فيهم ميلتون فريدمان Melton Friedman أن أهم أسباب الكساد هو انكماش المعروض النقدي ، وسوء إدارة الاحتياطي النقدي واستمرار الأزمة في الجهاز المصرفي . فالاتحاد الفيدرالي وضع حدودًا للائتمان، وصاحب ذلك انخفاض في كمية الذهب إلى القدر الذي اعتبرت معه الملكية الخاصة للذهب غير مشروعة.

The private ownership of gold was declared illegal for reducing the pressure on Federal reserve gold .

وإذا تحدثنا عن صيغ المعاملات التي يجري التعامل عليها في أسواق المال بمفهومها الشامل وخاصة أدوات المتاجرة في المشتقات المالية التي تتسم بأعلى قدر من المخاطرة ولا يمثل التعامل عليها تداولا إنتاجيًّا يؤدي إلى تولد منافع حقيقية للمجتمع وإنما يؤدي إلى تحول الثروة إلى الفئة التي تمتلك مقومات الصمود في صالات الرهان وموائد القمار، وقد وصفت بعض هذه الأدوات من قبل اتحاد المصارف العربية بأنها قمار حقيقي له فنونه ولاعبوه ، بينما وصفها بيتر درا كر الاقتصادي الأمريكي الشهير بقوله: " إنها من الأدوات التي زعموا أنها علمية وهي ليست أكثر علمية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في مونت كارلو ولاس فيجاس.

وأما عن تحرير الأسواق Deregulation of Markets فأعفي نفسي من الإطالة في ذيول الكلام، بل وحتى من الإيجاز بعد أن اعترف الأمريكيون والأوربيون الذين فرضوا هذه السياسة على كافة الدول النامية والمتخلفة أيضا بأنها كانت أحد أسباب الأزمة المالية الأخيرة .

وإذا ما تحدثنا عن اليد الخفية التي بشر بها آدم سميث والذي ينظر إليه الغرب باعتباره مؤسس علم الاقتصاد متجاهلا الإسهامات العظيمة لابن خلدون في هذا المجال قبل آدم سميث بنحو ٤٠٠عام، لا لشيء إلا لأنه عربي أو لأنه لا ينتسب إلى العالم الغربي ، فيكفينا أن نشير في عجالة إلى أن آدم سميث كان يعاني من ازدواج في الشخصية، أو أنه استسلم أخيرا لفكر التجاريين تحت وطأة الرغبة العارمة التي اجتاحت الدول الغربية في تملك الثروة واكتناز الذهب وضم المزيد من المستعمرات ، ففي عام ١٧٥٩ أصدر كتابه

الأول عن نظرية المشاعر الأخلاقية ، وصف من خلاله الإنسان بأنه أناني ومحب لذاته وأقرب إلى الحيوانات الدنيئة منه إلى البشر ، أما في كتابه الثاني ذي الشهرة الواسعة الذي صدر عام ١٧٧٦ أي بعد سبعة عشر عاما من كتابه الأول فقد دعا فيه كل إنسان ألا يحب إلا ذاته ولا يرعى إلا مصلحته، ثم أقدم على أسطورته التي كانت موضع سخرية من كثير من الاقتصاديين وهي اليد الخفية التي توفق بين مصلحة الفرع ومصلحة المجموع .

إنني لا أغامر حينما أزعم أن الرأسمالية المتوحشة الحالية هي صورة مطابقة لفكر التجاريين، والفارق الوحيد أنها تزخرف الإفك وتزين الباطل .

التجاريون قديما قالوا:

With wealth one could finance armies and navies hire foreign mercenaries, bribe potential enemies, and subsidize allies. Power could be exercised to acquire colonies , to win access to new markets .....

والفكر المتقدم يجعل الثروة هدفا لتمويل الجيوش وإعدادها واستئجار المرتزقة الأجانب ، ورشوة الأعداء ، ودعم الحلفاء ، وأن القوة يمكن أن تستخدم في طلب المستعمرات ، والنفاذ إلى الأسواق .....

على الرغم من كل ما تقدم نجد أن الدول العربية جرت وراء هذا السراب المخادع للرأسمالية المتوحشة بزعم ملاحقة التقدم الذي حققته الدول الرأسمالية، فقلت: صدق رسول الله صلى الله عليه وسلم وقد قال: " لتتبعن سنن من قبلكم شبرا بشبر وذراعا بذراع، حتى لو دخلوا جحر ضب لسلكتموه ".

إن مطلبا أساسيًّا الآن يفرض نفسه على الدول العربية والإسلامية وهو إقامة سوق مال إسلامية، وإنني أوصي بدعم هذا التوجه ليكن حقيقة، وحلما يتحقق بعد هذا الكابوس الذي خنق آمال العالم الرأسمالي والنامي وهو الأزمة المالية العالمية .

وقد قدمت من خلال هذا الكتاب موجزا لأسواق الأوراق المالية الحاضرة، ولمن شاء المزيد يمكنه الرجوع إلى كتابي عن أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية – دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية – والآخر عن المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها – دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية .

* * *

التوصيات

أوصي بإنشاء سوق أوراق مالية إسلامية تتداول من خلالها أوراق الشركات المصدرة في جميع الدول العربية والإسلامية والتي لا تتعارض أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية ، على أن يتبنى هذا المقترح مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة مؤتمر العالم الإسلامي.

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

* * *

obeikandl.com

obeikandl.com

المراجع العربية

١ – د. محمد يحيى عويس، التحليل الاقتصادي الكلي (الكلاسيكي – الكينزي – المعاصر).

٢ – د . عبد الحميد الغزالي، مقدمة في الاقتصاديات الكلية- النقود والبنوك، دار النهضة.

٣ – د . عبد الحميد الغزالي، أساسيات الاقتصاديات النقدية وضعيا وإسلاميا مع الإشارة إلى الأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، ٢٠٠٩.

٤- د.أحمد جامع النظرية الاقتصادية، التحليل الاقتصادي الكلي، دار النهضة .

٥- زكريا مهران باشا، موجز النقود والسياسة النقدية، مطبعة مصر، ١٩٤٤.

٦- د.جمال الدين محمد سعيد، النظرية العامة لكينز.

٧- د.كامل فهمي بشاي، دور الجهاز المصري في التوازن المالي.

٨- د.محمد زكى شافعي، مقدمة في النقود والبنوك، ١٩٨٣.

٩- د.أحمد جامع ، الرأسمالية الناشئة، دار المعارف.

١٠- د.فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها ، عالم المعرفة .

١١- د.عباس رشدي، إدارة الأزمات في عالم متغير، مركز الأهرام.

١٢- روبرت هيلبرونر، قادة الفكر الاقتصادي.

١٣- د. حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون.

١٤- فرنسيس مورلابيه، صناعة الجوع (خرافة الندرة)، ترجمة أحمد حسان.

١٥- ألكسندر كوكيرن، التحالف الأسود، ترجمة أحمد محمود، ٢٠٠٣.

١٦- د.سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة .

١٧- د.سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها – دراسة مقارنة بأحكام الشريعة الإسلامية.

* * *

openkanal.com

Foreign references

1- George Dalton, Economic Systems & Society, Political economy ,1975-kingsport press Inc. U.S

2- Paul Samuelson , William D. Nord haus , Published by Irwin Graw Hill

3- Prof. S. M. Nikitin , Inflation under Capitalism

4- R. F. Harrod, The life of John Maynard Keynes

5- Joseph A. Schumpeter , Business Cycles A theoretical analysis of the capitalist process , New York , London , Graw Hill .

6- William , Economic stability in a changing world

7- Lawrence S Ritter, William L. Silber, Money , Banking & Financial Markets

8- A. H. Hansen , Monetary Theory and Fiscal Policy.

9- Fredric Amling , Investment , Prentice Hall.

10- Charles Amos Dice , The Stock Market , New York Toronto, London, Mack Graw Hill book Company.

11- Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives Markets- Basle Feb. 1995

12- William T. Thornhill , Effective risk management for financial organizations , Published by Bank Administration Institute.

13- Madura , Financial Markets and institutions, West Publishing Company , New York.

14- Linda Davis , Psychology of risk speculation and Fraud.

❊ ❊ ❊

obeikandl.com