

الأسواق المالية بين نظرية السوق الكفاء و فرضية عدم الاستقرار المالي في ظل الأزمات المالية

Financial Markets Between The Efficient Market Theory And Financial Instability Hypothesis In Light of The Financial Crisis

(¹) أدليلت حضري، (²) أد. بلعزوز بن علي
dalilahadri@yahoo.com (³) أستاذة مساعدة قسم (أ) جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف
عضو بمخبر الأنظمة المالية و المصرفية و السياسات الإقتصادية الكلية في ظل التحولات العالمية
(⁴) أستاذ التعليم العالي- جامعة حسيبة بن بوعلي

ملخص

رغم ما يكتب ويسرد من دروس مستفادة من أزمات سابقة يتعظ منها، فإن الأزمات - مهما كان نوعها- تتكرر دون ابتكار أو تجديد يذكر في مسبباتها، بل على العكس، هناك آليات تتكرر في كل أزمة، كما يتكرر استخدام السياسات المالية والنقدية ذاتها، لمواجهة أي تراجع اقتصادي بشكل فوري. نهدف من خلال هذا البحث، الى ابراز العلاقة بين تكرار وقوع الأزمات المالية و نظرية السوق الكفاء التي يفترض أن أسواقنا المالية تركز عليها من جهة، وعلاقتها بفرضية عدم الاستقرار المالي، من جهة أخرى، و عليه البحث في أحد الأسباب الرئيسية المسببة في تكرار هذه الأزمات، و الخروج بالعلاج الحقيقي من وجهة نظرنا، بتبني سياسات تتلاءم و واقع أسواقنا المالية. **الكلمات الدالة:** الأزمة المالية، نظرية السوق الكفاء، فرضية عدم الاستقرار المالي.

Abstract

Despite of what was written and said about lessons learnt from the previous crises , whatever kind of crises is repeated without innovation or renewal of mention in its causes. but on the contrary there are some repeated mechanisms in every crisis. As a repeated use of fiscal and monetary policies itself , to cope with any economical downturn immediately .

Our aim through this research is to bring out the relationship between the recurrence of financial crisis and the theory of efficient market that underpin our financial markets on the one hand, and its relation to the hypothesis of financial instability, and therefore search in one of the main reasons causing the recurrence of such crisis, and exit true treatment from our perspective and adopt policies that fit the reality of our financial markets.

Keywords: Financial Crisis, the Efficient Market Theory, the Hypothesis of Financial Instability.

مشكلة البحث: محاولة منا لتحقيق الهدف، نحاول الإجابة عن التساؤل الرئيسي التالي: هل الوقوع المتكرر في الأزمات المالية يؤكد نظرية السوق الكفاء و ينفي فرضية عدم الاستقرار المالي؟ أم العكس هو الصحيح؟ و فيما يتمثل العلاج الحقيقي لهذه الأزمات؟.

منهجية البحث: سنتبع في بحثنا المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف و التحليل، وهذا عندما نتعرض لمفهوم نظرية السوق الكفاء، و كذا فرضية عدم الاستقرار المالي، و عندما نقوم - بناء على ما تفرزه الأزمات المالية- بنقد فرضيات السوق الكفاء، و كذا محاولة إثبات فرضية عدم الاستقرار المالي، سنستعين بأداة التحليل.

أقسام البحث: للإجابة عن هذه الأسئلة و لإثراء الموضوع، إرتأينا معالجته في النفاط التالية:

أولاً: تقديم نظرية السوق الكفاء و فرضية عدم الاستقرار المالي.

ثانياً: الأزمات المالية المتعاقبة تنفي نظرية السوق الكفاء.

ثالثاً: الأزمات المالية المتعاقبة تؤكد فرضية عدم الاستقرار المالي.

أولاً: تقديم نظرية السوق الكفاء و فرضية عدم الاستقرار المالي

1- تقديم نظرية السوق الكفاء: إن الغرض الأساسي من وجود أسواق رأس المال في الاقتصاد، هو توزيع المدخرات بكفاءة على الاستخدامات و الاستثمارات .

1.1 مفهوم كفاءة سوق المال: إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و بين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع الذي قام بإصدار هذه الأوراق، تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة، مثل إدارة المشروع التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية، و المراجعين الذين يقومون بإعتماد هذه القوائم، و المستثمرين الذين يقومون بشراء و بيع الأوراق المالية و المنافسين، إن كل فئة من هذه الفئات و لأسباب مختلفة، تهتم بأسعار الأوراق المالية، و بتأثير المعلومات على هذه الأسعار، حيث يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل.⁽¹⁾

وقد بدأ الإهتمام بمفهوم كفاءة سوق المال، و علاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع، كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي أو تحليل القوائم المالية، و الذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيراً خاطئاً. لذلك توصل الباحثون في مجال الإستثمار إلى أن عدم الكفاءة معناه: «إنحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية».

و هناك العديد من الباحثين الذين وضعوا التعريفات لهذا المفهوم، و جاءت غالبية هذه التعريفات متشابهة، نذكر منها:

❖ حتى يؤدي سوق الأوراق المالية دوره، يجب أن يتصف هذا

في السنوات الأولى لهذه الأنظمة، شابت أزمة إئتمانية للشركات، وجاء ذلك كإحدى عواقب الإسراف في الإئتمان الذي ارتبط بانتعاش أسواق الأوراق المالية في أواخر التسعينات من القرن العشرين، و ما إن بدأت تلك الأزمة في الإنحسار، حتى وجدنا أنفسنا في قلب موجة أخرى من الانتعاش، و لكنها هذه المرة في سوق العقارات، ثم تحولت تلك الانتعاشة إلى أزمة رهن عقارية عالمية طاحنة، ربما كانت و مازالت الأكبر في التاريخ، لتعيش منطقة الأورو بعدها أزمة ديون سيادية، و لكن هذه المرة علاقة بينية من الديون بين الدول الأوروبية.

و الجدير بالذكر، أنه رغم ما يكتب و يسرد من دروس مستفادة من أزمات سابقة يتعظ منها، إلا أن الأزمات - مهما كان نوعها- تتكرر دون إبتكار أو تجديد يذكر في مسبباتها، بل على العكس، هناك آليات تتكرر في كل أزمة، كما يتكرر استخدام السياسات المالية و النقدية ذاتها، لمواجهة أي تراجع اقتصادي بشكل فوري.

أهمية البحث: إن تكرار الأزمات المالية في القرن العشرين و بداية القرن الواحد والعشرين، يشكل تهديدا مستمرا لإستقرار أسواقنا المالية، التي تعتبر مرآة الاقتصاد التي تتواجد به، و ذلك لما لهذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، و توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي، و تزيد من معدلات الرفاهية لأفراده، بما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره.

فلوقوع الأزمات المالية وقع وأثر كبير على اقتصاديات البلدان، غالباً ما تتسبب في تدهور حاد في الأسواق المالية، مما ينتج عنه تدهور كبير في قيمة العملة، و في أسعار الأسهم، و بالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج، و ما ينتج عنه من إعادة توزيع الدخول و الثروات فيما بين الأسواق المالية و الدولية ككل. و عليه تصل آثار هذه الأزمات و أضرارها بالبشر و أوضاعهم الاقتصادية، و ما ينشأ عنها من بطالة و فقر و فقد للثروات إلى مختلف دول العالم.

من هنا تنبع أهمية بحثنا، فلتحقيق استقرار أسواقنا المالية، علينا معرفة الأسباب الحقيقية وراء وقوع و تكرار الأزمات المالية المزعزعة لهذا الاستقرار، لتتبنى نظريات و سياسات تتلاءم و واقع هذه الأسواق.

هدف البحث: وعليه ، نهدف من خلال هذا البحث، إلى إبراز العلاقة بين تكرار وقوع الأزمات المالية و نظرية السوق الكفاء- التي من المفروض أن أسواقنا المالية ترتكز عليها- هذا من جهة، و علاقتها بفرضية عدم الاستقرار المالي من جهة أخرى، وعليه البحث في أحد الأسباب الرئيسية المسببة في تكرار هذه الأزمات، والخروج بالعلاج الحقيقي من وجهة نظرنا، بتبني سياسات تتلاءم و واقع أسواقنا المالية. و هذا بتبني منهج علمي يوجب علينا تعديل النظريات لتتماشى مع حقائق الواقع، و

❖ وجود عدد كبير من المستثمرين، و من ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم.
❖ يتصف المستثمرون بالرشادة (العقلانية).

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق: يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق، و حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد أن لا يكون الفرق كبيراً.⁽⁷⁾

و يتضح أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال، سواء من الداخل أو الخارج، و كذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال، كذلك لا يعطي السوق الكفاء -الذي تعكس الأسعار به كافة المعلومات المتاحة- الفرصة لأي متعامل أن يحقق عائداً يفوق ما حققه الآخرون.⁽⁸⁾

1.2.2 كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل: لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود، و المتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن يتوفر فيه سمتين أساسيتين من الكفاءة هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل. أما كفاءة التسعير فيطلق عليها بالكفاءة الخارجية، و يقصد بها «أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة».⁽⁹⁾ ومن هذا التعريف يتضح أن المقصود بكفاءة التسعير هي الكفاءة الاقتصادية المتعلقة بأثر المعلومات على أسعار الأسهم، و بالنسبة لكفاءة التشغيل و تسمى بالكفاءة الداخلية و يقصد، بها «قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة، و دون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق، فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه»⁽¹⁰⁾

ومن الملاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمر لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، و بالطبع كلما كانت تكلفة المعاملات مرتفعة، فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً، و لا يكفي لتغطية تلك التكاليف.⁽¹¹⁾

2- تقديم فرضية عدم الاستقرار المالي:

1.2.1 تعريف الاستقرار المالي: ليس من السهل إعطاء تعريف واضح ودقيق لمفهوم الاستقرار المالي، وهو ما يؤكد Garry Schinasi في قوله: «لا يزال تحليل الاستقرار المالي حديث العهد مقارنة بتحليل الاستقرار النقدي و الاقتصادي الكلي. و يدرك كل من يحاول تعريف الاستقرار المالي أنه ما من نموذج أو إطار تحليلي مقبول على نطاق واسع لتقييم الاستقرار المالي أو

السوق بالكفاءة، بحيث تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة، و بحيث لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي».⁽²⁾

❖ يعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية امتداداً للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد، والتي تعتبر أنه «لا توجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة».⁽³⁾ حيث تعتبر هذه النظرية أنه إذا كانت المعلومات متاحة للجميع و لكل المتنافسين في السوق مثل: القوائم المالية المنشورة، سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرون قريباً من معدل العائد المتوقع.

❖ تعريف ديلوكوي الذي عرف السوق الكفاء بأنه «السوق التي تكونت فيه حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، و تتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها».⁽⁴⁾

❖ تعريف آخر للسوق الكفاء يقول: «تعتبر السوق كفاء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات، إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية في المتوسط، باستخدام مجموعة من المعلومات، عند اتخاذ قرارات البيع أو الشراء».⁽⁵⁾

و طبقاً لهذه التعريفات، فمن المتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة، لكل معلومات جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، حيث تؤثر في تغيير نظرهم تجاه المنشأة المصدرة للسهم، و تأتي هذه المعلومات للسوق في أي وقت، و بدون سابق إنذار و مستقلة عن بعضها البعض، و تؤثر على حركة الأسعار بطريقة عشوائية، حيث تتجه الأسعار هبوطاً أو صعوداً في ظل المنافسة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات.

و على ضوء ما سبق، يتطلب ذلك عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق، و بين وقت الوصول لنتائج محددة بشأن سعر السهم، والتي من شأنها أن تغير في سعر السهم، لما تحمله تلك المعلومات، من أنباء سارة أو غير سارة، و لا يكون هناك فرصة لتحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، فإنه و في ظل السوق الكفاء، سيعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة معينة، كافة المعلومات المتاحة عنها، و تكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة الحقيقية.

1.2.1 أنواع كفاءة سوق المال

1.2.1 الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية: لكي تكون هناك كفاءة كاملة لسوق الأوراق المالية، يجب أن تتوفر شروط في السوق، و هي كما يلي:⁽⁶⁾

❖ إتاحة المعلومات عن السوق للجميع في ذات اللحظة، و بدون تكاليف.

❖ عدم وجود أي قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية أو قانونية للدخول أو الخروج من السوق، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

لمختلف عملياتهم.

وهناك تعاريف للاستقرار المالي منها:

❖ وحدة تمويل المضاربة: وتشمل أولئك الذين بإمكانهم سداد الفوائد المترتبة عن التزاماتهم التعاقدية من التدفقات النقدية لمختلف عملياتهم، دون سداد المبلغ الأصلي.

❖ وحدة تمويل بونزي: وتضم أصحاب التدفقات النقدية غير الكافية لسداد التزاماتهم التعاقدية، والخيار المتاح أمام هذه الوحدة هو أن تلجأ للمزيد من الاستدانة، أو أن تقوم ببيع ما لديها من أصول.

وخلص Minsky إلى أن الاقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات التحوط هو الأكثر استقراراً، وأن الذي يغلب على تركيبته وحدات المجازفة و البونزية هو الاقتصاد الهش، الذي يكون محلاً للتعرض للأزمة المالية في أية لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة، كرفع معدلات الفوائد أو غيرها مما يدفع بوحدات المجازفة إلى أن تتحول إلى بونزية بإقدامها على بيع أصول كانت محل مجازفتها، مما يؤدي إلى انهيار كبير في قيم الأصول محل الإشكال فتساقط الوحدات الواحدة بعد الأخرى، البونزية فالمجازفة ثم المتحوظة. (20)

3.2 مصادر عدم الاستقرار المالي : ان حدوث عدم الاستقرار المالي هو نتيجة للاضطرابات التي تصيب النظام المالي، سواء كانت اضطرابات من داخل النظام أو من خارجه:

❖ مصدر المخاطر الداخلية: هو وجود اختلال في أحد عناصر النظام المالي المتمثلة في الأسواق والمؤسسات المالية، والبنية التحتية، فمواطن الضعف التي قد تحدث في هذه الأخيرة مثل الجهاز القانوني أو المحاسبي يمكن أن تؤدي إلى حالات التوقف عن العمل.

❖ مصدر المخاطر الخارجية: فتأتي من مميزات النظام المالي، فهو نظام جد حساس اتجاه الصدمات الخارجية، سواء كانت طبيعية كالكوارث، أو سياسية كالحروب، أو اقتصادية كانهيار إحدى الشركات الكبرى. (21)

ثانياً: الأزمات المالية المتعاقبة تنتقد نظرية السوق الكفاء: فيما يلي نقد لأهم فرضيات السوق الكفاء، والتي أثبتت الأزمات المالية المتكررة التي عصفت بالنظام الرأسمالي عدم صحتها:

1. نقد فرضيات الكفاءة الكاملة: إن الفرضية التي تقضي بتوفر المعلومات للجميع في نفس الوقت و بدون تكاليف، غير ممكن، لأن غالبية المستثمرين يحصلون على المعلومات و تحليلاتها من مصادر مختلفة، و لهذه المصادر تكلفة في الغالب، و صدور المعلومات من مصادرها يحدث بتفاوت زمني قصير.

أما الفرضية التي تقول بأنه لا توجد أي قيود أو ضرائب أو تكاليف على المعاملات، غير موجود نهائياً، لأن غالبية المعاملات تتعرض لمثل هذه القيود. أما الشرط الثالث و الذي يقضي بأن المعاملات تتم عن طريق عدد كبير من المستثمرين، و أن تصرف أي منهم لن يؤثر على الجمهور فهذا غير موجود أيضاً،

❖ أن الاستقرار المالي هو: «العمل على التأكد من قوة وسلامة عمل جميع مكونات النظام المالي، مما ينطوي على غياب التشنجات والتوترات في هذا الجهاز التي تنعكس سلباً على الاقتصاد». (13) و يرى كل من Huang Haysو و S. Kal Wajid (خبيران اقتصاديان في صندوق النقد الدولي في إدارة شؤون النقد وأسعار الصرف) أنه: «لتحقيق الإستقرار المالي تحتاج البلدان إلى نظم مالية عميقة و متسعة و مرنة، كما يجب عليها أن تعالج نواحي الضعف التي تؤدي إلى تعريض نظمها لمخاطر الصدمات». (14)

وعليه يتحقق الإستقرار المالي من خلال: إستقرار جميع عناصر النظام المالي، إستقرار أسواق المال و الأنشطة المرتبطة بها. و من أهم المؤسسات التي تولي لها عناية خاصة المصارف التجارية، لأهميتها وحساسيتها و لتاريخها المرتبط بالأزمات حين وقوعها، سواء كانت هي مبعث تلك الأزمات أو غيرها.

2.2 تعريف عدم الإستقرار المالي: يعرف Frederic Mishkin عدم الإستقرار المالي من خلال آثاره على النظام المالي، «عدم الإستقرار المالي يحدث عندما يكون عجز في النظام المالي وتداخل المعلومات المتدفقة إليه، بحيث لا يمكنه أن يقوم بعمله في توفير الأموال للإستثمارات الإنتاجية». (15)

يعتبر الاقتصادي الأمريكي Hyman Minsky من الأوائل الذين إهتموا بدراسة الإستقرار المالي و الأزمات المالية، حيث اشتهر بفرضية عدم الإستقرار المالي، التي عمل عليها منذ الستينات حتى التسعينات من القرن العشرين، و توصل من خلالها إلى أن عدم الإستقرار المالي هو ميزة يتميز بها النظام الرأسمالي، حيث تستند فرضيته على فكرة تأثير الديون على سلوك النظام المالي، (16)

فمكمن الخلل أو الخلل العميق يتمثل في الجانب المالي المعقد للنظام الرأسمالي القائم، و هو خلل داخلي لصيق بالنظام، و خاصة علاقات الإقراض و الاقتراض التي تقود في الغالب إلى إفراط في المديونية. (17)

و يفسر Minsky عدم إستقرار النظام المالي بعاملين: العامل الأول: هو أن الإقتصاد الرأسمالي يتكون من أنظمة تمويل مستقرة و أخرى غير مستقرة. أما العامل الثاني: هو أن طول فترات الرواج و الإزدهار تؤدي إلى إنتقال الإقتصاد من العلاقات المالية المستقرة إلى العلاقات المالية غير المستقرة. (18)

ولتوضيح فرضية عدم الإستقرار المالي صنف Minsky المتعاملين الإقتصاديين من عائلات وشركات و مؤسسات مالية، إلى ثلاثة وحدات حسب دخولهم ومديونياتهم وهم: (19)

❖ وحدة تمويل التحوط: وتشمل أولئك الذين لهم القدرة على الوفاء بجميع التزاماتهم التعاقدية من التدفقات النقدية

الفائدة البريطانية، حيث استخدم البنك سلاح رفع أسعار الفائدة لمواجهة الارتفاع في التضخم، الذي بدأ منذ عام 2003، عندما كان 1.3 % متخذاً إتجاهاً تصاعدياً وصولاً إلى المستوى 3.0 % في عام 2006 .

الفترة الثالثة (2007-2009): في أواخر عام 2007 عانى الاقتصاد البريطاني بشكل واضح من بداية الأزمة، حيث تضررت معدلات النمو بسبب إتهيار القطاعات الاقتصادية واحداً تلو الآخر، وعلى رأسهم القطاع المالي الذي أضرب بأداء قطاع الخدمات أكبر المساهمين في النمو البريطاني. حيث فقد النمو في بريطانيا كل الركائز التي يعتمد عليها، سواء من قطاع المنازل أو من القطاع المالي أو حتى من إنفاق المستهلكين، الذي سجل أدنى مستوياته بسبب التضييق الائتماني، الذي أصاب أسواق الائتمان، وتوقف البنوك حول العالم عن منح القروض. بعد هذا أصاب الاقتصاد العالمي ركوداً حاداً في الطلب، بسبب التضييق الائتماني الشديد، وتعطل عمليات التجارة الدولية، وكان أثر هذا على أسعار المواد الخام والطاقة سلبياً، وتراجعت معدلات التضخم، فاستغل البنك المركزي البريطاني هذا التراجع لينطلق في سلسلة خفض كبيرة لأسعار الفائدة، اشتملت على تسعة قرارات لخفض أسعار الفائدة منذ نهاية عام 2007 لتصل إلى أدنى مستوياتها عام 2009 عند 0.50%.

3- التوسع الاقتصادي علامة على تحرك الاقتصاد إتجاه التوازن المستقر: تميل البنوك المركزية اليوم إلى تجاهل دور رقابة وإدارة التوسع الائتماني، وتركز بدلاً من ذلك على دور إدارة الطلب، مما يتطلب منها التأكد من تجنب حالات الركود الاقتصادي.

وواقعنا اليوم، يؤكد أن بنوكنا المركزية نوعان: بنوك ترى ألا تقبل دور الحد من خلق الائتمان (البنك الفدرالي الأمريكي)، بينما تعتقد الأخرى (البنك المركزي الأوروبي) أنها ينبغي أن تقاوم دور إدارة الطلب. ومن الواضح أن تلك الأهداف المتعارضة، والنظريات غير المتماسكة، والسياسات المضطربة، تمثل الحالة الراهنة في فن البنوك المركزية، و لكن الأمر الذي لا يلاحظه أحد، هو أننا نجد أنفسنا في براثن أزمات مالية متعاقبة كنتيجة لكل ذلك.⁽²⁰⁾

4- فرضية ذاتية الاستقرار: حسب نظرية السوق الكفاء، تتمتع أسواق السلع والخدمات على غرار الأسواق الأخرى (العمل، الأرض، رأس المال) بخاصية أصيلة فيها، تجعلها ذاتية الاستقرار، وذاتية الوصول إلى الحالة الأمثل (مصطلح اليد الخفية لأدم سميث بنطاقه الواسع).

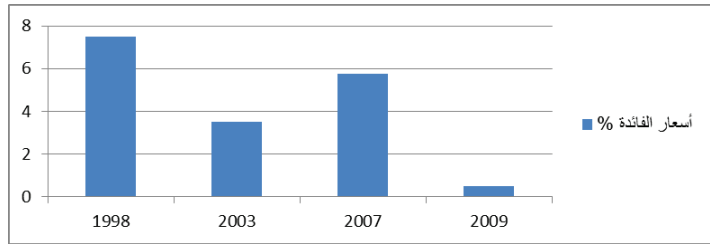
لكن في الواقع العملي، هناك فرق بين أسواق البضائع وأسواق الأصول، ويتمثل هذا الفرق الجوهرى في كيفية إستجابة السوق لتغيرات الأسعار أو التغيرات المكافئة في الطلب، ففي سوق البضائع تؤدي زيادة الأسعار إلى طلب أقل والعكس صحيح، بينما في سوق الأصول تؤدي زيادة الأسعار إلى زيادة

لأنه في الواقع غالبية المعاملات في السوق المالي تتم لحساب مؤسسات مالية كبيرة، و بأحجام كبيرة، وهذه المعاملات تؤثر على بعضها البعض.⁽²²⁾

2- البنوك المركزية و فرضية سياسة التوسع الائتماني غير المحدود: من ناحية السياسة النقدية، يقوم البنك المركزي بتخفيض معدلات الفائدة، كلما تباطأ الاقتصاد، وقد تم تصميم هذه السياسة لإدارة الطلب على الائتمان (بتشجيع المزيد منه)، لمكافحة الميل الطبيعي لأسواق رأس المال لرفع معدلات الفائدة في أوقات الأزمات. وهما أمران لا ينبغي أن نحتاج لأي منهما في ظل الأسواق ذات الكفاءة التي تضبط نفسها للأتمثل ذاتياً. فمبدأ نظرية السوق الكفاء، ينص على أنه من غير الضروري التدخل في عمل الأسواق (تدخل البنوك المركزية)، لأن التدخل الخارجي من شأنه أن يعيد الاستقرار عن الأسواق المالية.⁽²³⁾

و على سبيل المثال، نجد البنك المركزي البريطاني، البنك العريق المتحكمم في زمام الاستقرار النقدي، يتدخل في السوق المالي مرات عديدة في فترات قصيرة، والشكل الموالي يظهر عدد

الشكل 1: أسعار الفائدة البريطانية من 1998-2009



المصدر: من اعداد الباحثة اعتماداً على: <http://blogs.mubasher.info>

مرات تدخلت في السوق النقدي مغيراً في أسعار الفائدة.

نلاحظ أنه في عام 1998 وصلت أسعار الفائدة البريطانية إلى 7.50 %، و من هذا المستوى بدأت موجة انخفاضية عنيفة وصلت بها إلى المعدل الأدنى لها على الإطلاق عند 0.50 % سنة 2009 بسبب الأزمة المالية 2008.

بداية سنقوم بتجزئة هذه الموجة إلى ثلاثة فترات:

الفترة الأولى (1998-2003): شهدت تراجعاً في أسعار الفائدة من المستوى 7.50% ووصولاً إلى المستوى 3.50% عام 2003، حيث كانت الحكومة البريطانية تهدف خلال هذه الفترة إلى دعم أنشطة النمو الاقتصادي الذي كان يتراوح بين المعدل 0.2 % و 3.4 %، ونظراً لتراجع النمو خلال بداية هذه الفترة، كان على صانعي السياسة النقدية اللجوء إلى خفض أسعار الفائدة.

الفترة الثانية (2003 - 2007): تبدأ من عام 2003 عندما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة إلى 3.75 % و تنتهي مع آخر قرار لرفع أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي البريطاني حتى عام 2007، عندما وصلت أسعار الفائدة إلى 5.75%. و كما نلاحظ أن هذه الفترة قد شهدت ارتفاعاً مضطرباً في أسعار

7- أزمات التدافع على البنوك: إن الأزمات الأخيرة في «Northern Rock Bank» البريطاني، و بنك «Bear Stearns» الأمريكي نتيجة الأزمة المالية 2008، كانت على النمط نفسه المعزز ذاتيا من تدافع المودعين لسحب ودائعهم. وهذه المؤسسات- كما تفعل جميع البنوك- كانت قد أخذت الودائع و وعدت بردها لأصحابها عند الطلب، ولكن في الوقت نفسه، قامت بإقراض تلك الودائع في شكل قروض عالية المخاطر، أحيانا لأجل يصل إلى ثلاثين عاما. و بمجرد أن بدأ المودعون يشكون في أن البنوك كانت تعاني خسائر، و أن المودعين الآخرين ربما كانوا قد سبقوهم بالفعل في سحب أموالهم، نشأت مشكلة التدافع على البنك لسحب الودائع.⁽²⁶⁾

هذا التعارض الأساسي بين ضمان إعادة رأس المال، في الوقت نفسه الذي يتم فيه وضع ذلك المال في مخاطرة، هو القناة الرئيسية التي يمكن من خلالها أن يتولد عدم الاستقرار المالي، و هو ما حدث بالفعل في أزمة الرهن العقاري مؤخرا، و الجدير بالذكر أن أزمات التدافع على البنوك تمثل خرقا صارخا لنظرية السوق الكفاء.

8. نقد فرضيات متعلقة بأسعار الأصول:

❖ الفرضية التي تقضي بأن أسعار الأصول تقف دائما عند الأسعار الصحيحة، و تعني أن أسعار السوق اليوم- بغض النظر عن قيمتها- تعكس بدقة القيم الحقيقية للأصول بالاستناد إلى كل من الظروف الاقتصادية الحالية و التقديرية الأمثل لكيفية تطور تلك الظروف في المستقبل. لكن الأمر الغريب، و الذي يحدث في الواقع، أنه عندما تبدأ أسعار الأصول في الانخفاض، فإن الأسعار الجديدة المنخفضة يتم اعتبارها فورا أسعارا خاطئة إلى حد ما، و تتطلب إجراءات تصحيحية من جانب صانعي السياسة. و«هذا مناقض لنظرية السوق الكفاء».

❖ الفرضية التي تقضي بأنه يمكن استنباط الطريقة التي تتحرك بها أسعار الأصول، أي أنه يمكن استخدام نظرية السوق الكفاء لحساب جميع توزيعات الاحتمالات لعوائد الأصول المحتملة مستقبليا. لكن في الواقع، تلك التوزيعات النظرية لا تميل للتوافق مع واقع الأسواق المالية التي تميل عمليا إلى توليد الدرجة القصوى من كل العوائد الموجبة والسالبة، التي ببساطة لا يمكن تفسيرها باستخدام النماذج الإحصائية المشتقة من نظرية السوق الكفاء، فالتعارض بين الإحصائيات النظرية المتوقعة من خلال الأسواق ذات الكفاءة، و تلك المبنية على الملاحظات المسجلة على الأسواق المالية في الواقع- يعرف باسم مشكلة الذيل السميك، الذي يشير إلى ميل توزيع عوائد الأصول لثلا يتبع منحنيات التوزيع الطبيعية التي تشبه الجرس، ولكنه بدلا من ذلك يحتوي على وفرة من الأحداث التي يتم تسجيلها على هيئة أجنحة أو ذيول للتوزيع، و يتكرر كثيرا أن عوائد الأصول تبدو مغايرة تماما للتوزيعات الطبيعية، و غالبا ما تكون ذات قيمتين.

و الشكل التالي يبين تكرار هذا المشكل مع مؤشر داوجونز خلال

الطلب، التي تطلق حلزون ذاتي التعزيز من الدين، لأن ارتفاع الطلب على أسهم شركة ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه الأسهم، مما يؤدي إلى ارتفاع ضمانات حاملي هذه الأسهم، و التي تؤدي بالنظام المالي إلى المزيد من الإقراض و التوسع الائتماني (الدين)، و عليه، أحدهما سوق يعمل بنظام يسعى للتوازن المستقر، بينما الآخر هو عرضة بطبيعته لدورات الازدهار و الانكماش بلا حالة من التوازن.

5- فرضية دوافع الطلب في أسواق الأصول: من فرضيات السوق الكفاء هي أن ما ينطبق على أسواق البضائع الاستهلاكية، ينطبق أيضا على أسواق عوامل الإنتاج، مثل العمالة و الأراضي و رأس المال، كتب هذه المقولة «Paul Samuelson»، حيث تقدم هذه العبارة تفسيرا مقنعا لكيفية تحقيق التوازن في سوق البضائع، و لكن عندما يتعلق الأمر بسوق العمل و الأراضي و رأس المال، فليس هناك تفسير للآليات التي يتم تحقيق التوازن من خلالها، حيث يتم إقناعنا بكفاءة أسواق البضائع، ثم تضليلنا لنعتقد أن ذلك مبدأ عام ينطبق على جميع الأسواق. فأسواق الأصول من بين الأسواق التي تتحدى قوانين العرض و الطلب، فأسواق النفط اليوم مثلا، هي الحالات التي تعبر عن أن انخفاض العروض يكون هو الدافع لارتفاع الطلب الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الأصول (سوق النفط، الأصول المالية) والذي يؤدي إلى المزيد في الطلب (و العكس صحيح).

و عليه نستنتج، أنه عندما نستثمر أموالنا، فإننا نبحث عن أصل له درجة من الندرة، و عندما نستثمر على أمل تحقيق مكاسب لرأس المال، فإننا نبحث عن قيمة الندرة فيما نستثمر فيه، مما يخالف المبدأ الأساسي، و هو أن العرض يمكن أن يتحرك كرد فعل للطلب.

6- استراتيجية الإقراض ذات المخاطر العالية: من السمات الشائعة في النظام المالي في اليوم أ- على سبيل المثال- وجود صناديق أسواق النقد التعاونية، و الهدف من هذه الصناديق هو أن تقدم لمستثمريها معدل فائدة لا يتوافر عادة إلا في حسابات الإيداع طويلة الأجل، بينما يحتفظ المودعون في الوقت نفسه، بحق الوصول لنقودهم حالما أرادوا ذلك. و كل يوم، يتم حساب متوسط معدل الفائدة التي ربحتها الصناديق على جميع ما أخرجته من قروض، و من خلال تلك الحسابات يتم التوصل إلى معدل الفائدة الذي تستطيع الصناديق أن تدفعه لمشتريها.

و في أسواق النقد تلك، كما في معظم أسواق الدين، تكون الطريقة التي يمكن من خلالها الحصول على أعلى معدلات فائدة- هي منح القروض لأطول فترات ممكنة للمستثمرين الأقل منزلة و الأقل جدارة بالائتمان- لذلك فإن الضغط من أجل مكاسب أعلى لأسواق النقد، يشجع مديري الصناديق على اتباع استراتيجية الإقراض ذات المخاطر العالية، و لكن هذه الإستراتيجية تسير في تعارض مباشر مع التزام صندوق النقد بإعادة كل أموال المودعين، فضلا عن فوائد تلك النقود دون مخاطرة الإصابة بخسائر.⁽²⁵⁾

وكالات التصنيف والمنظمون في هذه المرحلة. حيث أنه وبسبب

الإعتماد المتزايد على أنظمة إدارة المخاطر الكمية، التي تم

الشكل رقم 2: العائدات اليومية لمؤشر داو جونز خلال عامي 2007 و 2008

تطويرها من نظريات تستند الى

نظرية كفاءة السوق، نجمت

مشكلة جديدة وهي أننا نعرف

توزيع احتمالية عوائد الأصول،

ولكن واقع العمليات ذاتية

التعزيز في الأسواق المالية يجعل

تلك التوزيعات جديدة بالإعتماد

عليها فقط في الأسواق الهادئة،

ولكن عندما تكون الأسواق في

قبضة دورة ذاتية التعزيز، فإن

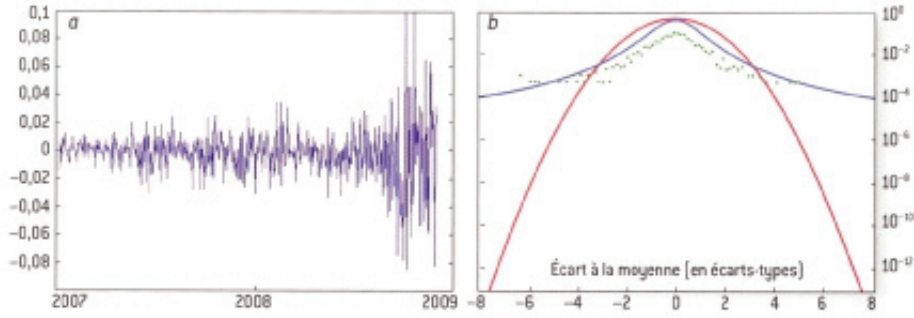
تلك التوزيعات يمكن أن تخفق تماما

بشكل مفاجئ، كما لها القدرة على

تضليل المشاركين في السوق المالية للشعور بأمن زائف، فقد

أخترع نظام إدارة المخاطر الحديث للمساعدة في جعل النظام

المالي أكثر أمانا واستقرارا، ولكنه على العكس ساعد على



المصدر: R. Cont & A. Moussa - مخاطر مالية، أية نمذجة رياضياتية - مجلة العلوم - المجلد 25 - فيري 2009. على

http://www.loommagazine.com/Search/Search_Details.aspx?ID=2107&kw:انت

المزيد من عدم الاستقرار.

الفرضية التي تقضي بأن أسعار الأصول يجب أن تبقى غير قابلة

للتنبؤ: إن أفضل مثال حي يعزز فشل نظرية السوق الكفاء،

هو قصة صندوق التحوط «LTCM» الذي جنى في البداية

أرباحا طائلة، مما ضاعف صافي أصوله أربع مرات بشكل ثابت

خلال مدة أربع سنوات، ثم خسر الصندوق في بضعة أسابيع

كل مكاسبه، والمزيد من الأرباح السابقة، ونستنتج من هذا،

أن الصندوق نجح في إثبات بطلان نظرية السوق الكفاء

بطريقتين: في البداية يجني أرباحا لم يكن ينبغي أن تكون

متاحة، ثم يتكبد خسائر نتيجةً للتحركات الكبرى والمفاجئة

التي لم يكن ينبغي أن تكون ممكنة. وعليه، فشل الصندوق

يستند بشكل مباشر بفشل نظرية السوق الكفاء، لأنه ضيع

وقته بالتنبؤ بحالة الأسواق المالية التي من المفترض أنها لا

يمكن التنبؤ بها.⁽²⁸⁾ ورغم كل هذا، ورغم الدليل الدامغ على

عكس نظرية السوق الكفاء، فإن تلك النظرية تبقي المفهوم

الأساسي الذي تبني عليه جميع رؤى أصحاب الفكر التقليدي

للنظام المالي، والافتراض الرئيسي الذي تسير عليه سياساتنا

النقدية، والإطار الذي نبني عليه نظم المخاطر المالية لدينا.

ثالثا: الأزمات المالية المتعاقبة تؤكد فرضية عدم الاستقرار المالي

وفقا لفرضية Minsky، فإن القطاع المالي في الاقتصاد

الرأسمالي يتسم بالهشاشة، وتختلف درجة هشاشة القطاع

المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل

الدورات الاقتصادية.⁽²⁸⁾

1- آلية الائتمان والمراهات ودورها في زعزعة الاستقرار المالي حسب

موريس أليه: يشير الاقتصادي الفرنسي «Maurice Allais» إلى أن

الاقتصاد العالمي يقوم برمته على أهرامات هائلة من الديون،

يعتمد بعضها على بعض في توازن هش، لم يلحظ في الماضي

البيان (a) لها توزيع إحصائي (ممثل بنقاط في البيان b) أقرب إلى قانون «الذيل السميك»، مثل قانون Student ذي المعامل 3 (بالأزرق)، وقانون كآوس (بالأحمر). والتوزيعات الثلاثة الممثلة لها الانحراف النمطي نفسه والمعدل نفسه.

لكن الانحراف النمطي لا يدلنا على التقلبات البالغة التي يمثلها ذيل التوزيع الاحتمالي. فإذا افترضنا وجود توزيع كآوسي للعائدات اليومية، فإن احتمال انحراف عائد معين عن معدله بمقدار 4 انحرافات نمطية هو احتمال أقل من 0.01 في المئة، أي إنه حدث لا نشهده إلا مرة واحدة كل 63 سنة؛ في حين أنه إذا استعضنا عن التوزيع الكآوسي بتوزيع Student وسيطه 3 وبالانحراف النمطي نفسه، فإن الاحتمال نفسه سينتقل إلى 0.62 في المئة، أي إنه حدث نشهده بمعدل مرتين في السنة! وهكذا نرى أن الفرضية التي نتبناها في توزيع العائدات لها انعكاسات مهمة على المخاطر.

إذا كيف يمكن مقارنة هذه الأرقام فيما بينها بمراعاة ما نشهده في السوق؟ تحتوي سلسلة العائدات اليومية على مدى سنتين لمؤشر داو جونز Dow Jones (انظر الشكل 2) على 16 مشاهدة يتجاوز مداها أربعة انحرافات نمطية: يعطي ذلك نسبة 0.78 في المئة، أي أكثر بقليل مما ينص عليه قانون ستودنت وأكثر 100 مرة من قانون كآوس!

وأحد الأمثلة الأخرى على تلك المشكلة، حدث مع الخسائر الضخمة في واحد من أكبر صناديق التحوط في العالم «LTCM» («لونج تارم كابيتال مانجمنت»)، وقد وصف المدير المالي لتلك المؤسسة هذه الخسائر، بأنها نتيجة لمعانة الصندوق من إحداه انحراف معياري بدرجة 25، وذلك لعدة أيام متتالية.

الفرضية التي تقضي بأن الخطوة القادمة في سعر أي أصل يجب أن تكون جرافية تماما: يعني أن سعر أصل ما لا يتأثر بأي حركة سابقة للأسعار، وهذه الخاصية هي التي تمكن المحللين الماليين من وضع تقديراتهم لتوزيعات الاحتمالات لحركات أسعار الأصول المستقبلية، وتسمح هذه التوزيعات بتطور أنظمة المخاطر المالية الكمية التي تعتمد عليها البنوك والمحللون و

أبداً مثل هذا التراكم في وعود الدفع، و لم يصبح علاجه عسيراً بالقدر الذي هو عليه اليوم، سواء في مجال المراهنة على النقود أو المراهنة على الأسهم.

وفيما يلي جدول يظهر نسب الديون المرتفعة في بعض الدول الغربية.

الجدول 1: مقارنة نسبة الإئتمانة إلى الناتج الإجمالي المحلي لسنة 2007 لبعض الدول الغربية

العائلات	فرنسا	إيطاليا	ألمانيا	إسبانيا	بريطانيا	الولايات
العائلات	45	39	68	84	107	100
المؤسسات	73	63	57	104	88	76.3
مجمع القروض الخاصة	118	102	125	188	195	176.3

المصدر NSEE,BCE Bureau of economic analysis et UK national accounting system

❖ هذه العملية مهما كانت قوة اندفاعها لا يمكن أن تستمر إلى مالا نهاية، ففي لحظة أو أخرى يدرك بعض المتعاملين المتبصرين أن الأسعار صارت غير معقولة وفق كل المعايير، فيشروعون في البيع، وحينها يبدأ الإنخفاض، و يتوجب على المقترضين الذين راهنوا على ارتفاع الأسعار أن يواجهوا وعودهم بالدفع، و كلما كان إقتراضهم أكبر كانت الصعوبات التي يواجهونها أكبر، إن لم تصبح متعذرة الحل، وعليهم أن يصفوا أصولهم كلها أو بعضها للوفاء بالتزاماتهم، مما ينشأ معه ضغط يؤدي إلى انخفاض عام في الأسعار.

❖ ستعكس الصعوبات التي تواجهها كل من وحدات التمويل البونزية و وحدات المجازفة (المضاربة)، و المتمثلة في سداد ما عليهما من ديون، سلباً على وضعية المؤسسات المالية (المصارف بدرجة أولى) في منح الإئتمان، مما يجعلها تلجأ إلى رفع معدلات الفائدة للحد من عمليات الإقراض، هذا الرفع في معدلات الفائدة المصحوب بإنخفاض أسعار الأصول، سيخلق نوعاً من عدم الثقة في المصارف (ذعر مصرفي). و بالتالي ستزداد طلبات سحب الودائع فأزمة سيولة.

❖ بالنسبة لأسواق الأوراق المالية فإنها لن تكون بعيدة عن هذه الصعوبات، حيث ستخضع بالتبعية أسعار الأوراق المالية (الأسهم و الأوراق المالية المشتقة قيمها من قيم الأصول التي انخفضت قيمتها و التي تسمى بالمشتقات المالية)، ما يعني انهيار مالي.

❖ وجود أزمة سيولة مصرفية، و انهيار في أسواق الأوراق المالية، و انخفاض حاد في أسعار الأصول التي بنيت عليها القروض المصرفية المتعثرة السداد، هو مقدمة لانفجار أزمة مالية سرعان ما تطل بقية مؤسسات النظام المالي من شركات تأمين و صناديق استثمار، كما سيمس أسواق الأوراق المالية في عدة بلدان، نتيجة الترابط و التشابك بين الأنظمة المالية الدولية، و النتيجة أزمة مالية عالمية.⁽³¹⁾

الخاتمة

من خلال ما سبق، توصلنا للنتائج الآتية الذكر :

❖ يؤكد واقعنا اليوم، أن القطاع المالي بصفة عامة، و الأسواق المالية بصفة خاصة، لا تعمل وفق نظرية السوق الكفاء.

❖ من غير المنطقي القبول بفكرتين متضادتين، و هما قبول فكرة السوق الكفاء من جهة، و فكرة ضرورة تدخل البنوك المركزية في النظام المالي من جهة أخرى .

❖ إن القبول اليوم بالنقيضين السالفي الذكر، يفسر فشل السياسات المالية و النقدية في احتواء الأزمات المالية لفترات

قد ازداد أثر آلية الإئتمان المزعزع للاستقرار في هذا الوقت أكثر من أي وقت مضى، على الصعيدين المحلي و العالمي للأسباب الموالية:⁽²⁹⁾

❖ تنفيذ متسارع للديون و التباس متزايد بين الإيداع و النقود، و توسع طائش في الإئتمان، و عدم استقرار كامن في النظام المصرفي.

❖ تزايد الإئتمانة على الصعيد الوطني و الدولي، و عدم استقرار في أسعار الصرف العائمة و اختلالات في موازين المدفوعات الجارية.

❖ تزايد المراهنة المسعورة في أسعار الصرف و المصافق (البورصات) معززة بالتسعير المستمر، و الإستخدم العالمي للدولار مقياساً للقيم، قيمته الحقيقية على الصعيد الدولي إلى حد كبير غير مستقرة، و لا يمكن التنبؤ بها.

❖ عدم الاستقرار الكامن في الإقتصاد العالمي كله.

2- آلية حدوث عدم الاستقرار المالي في الأسواق المالية: اعتماداً على ما جاء به Minsky في تصنيف وحدات التمويل، و على إنتقادات Maurice Allais « لألية الإئتمان. فإنه يمكن شرح آلية انتقال النظام المالي الرأسمالي من حالة الاستقرار إلى حالة عدم الاستقرار بالشكل الموالي:

❖ طول فترة الرخاء يدفع بالإقتصاد إلى أن يطغى على عمليات وحداته جانب المجازفة و البونزية، أو التمويلات الهشة. بمعنى أن نشوء الرخاء و الآمال التي يعلقها الفاعلون الإقتصاديون على تطور الإقتصاد، أو تطور قيم أصل من أصوله كقيم الأسهم أو العقار مع وجود سياسات نقدية رخوة متمثلة في معدلات فوائد منخفضة، يدفع بالفاعلين و خاصة مؤسسات الوساطة المالية إلى الإقبال على الديون.⁽³⁰⁾

❖ قيام وحدات التمويل البونزية خاصة بشراء تلك الأصول بقروض مصرفية مضمونة بقيمة تلك الأصول، مما يزيد من ارتفاع أسعارها نتيجة زيادة الطلب عليها، وهذه الزيادة

- 3- عبد المنعم التهامي ، «التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية»، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1985 م. ص 145.
- 4- عماد الدين محمد المزيبي ، «سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها» رسالة ماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، مصر، 2002 م ، ص 31.
- 5- عصام العريبي ، «الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق»، دار الرضا للنشر، 2002 م. ص 31.
- 6- منير هندي «الأوراق المالية و أسواق رأس المال» منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002 م. ص 42.
- 7- أرشد التميمي، أسامة عزمي سلام ، «الاستثمار بالأوراق المالية»، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2004، ص 87.
- 8- جميل الزيدانين، «أساسيات في الجهاز المالي»، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1996 م ، ص 109 .
- 9- منير هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 49 .
- 10- صلاح جودة ، «بورصات الأوراق المالية علمياً وعملياً» مكتبة ومطبعة الإشعاع، الطبعة الأولى، 2000 م ص 102.
- 11- طاهر حردان، «مبادئ الاستثمار» دار المستقبل للنشر و التوزيع، 1997 م. ، ص 121.
- 12- غاري شيناسي، «الحفاظ على الاستقرار المالي» قضايا اقتصادية، العدد36، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2005، ص 1.
- 13- Spreena Narayanan. Rashmi Davli. «Assessment of Financial Stability Report: Sveriges Risk bank». Stockholm School of Economics. 2004. p4.
- 14- س كال وجيد، هايزو هوانج، «الاستقرار المالي في إطار التمويل العالمي»، التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 1، مارس 2002، ص 14.
- 15- Garry Schinasi. «Defining Financial Stability»، IMF Working Paper. WP/04/187/. October 2004. p15.
- 16- Hyman Minsky. «The Financial Instability Hypothesis». Working Paper of IMF, No 74. May 1992. p6.
- 17- أحمد مهدي بلواي، «هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره»، حوار الأربعاء 1430هـ/6، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية. ، ص 12.
- 18- Hyman Minsky. «The Financial Instability Hypothesis». Op-Cit p7.
- 19- Hyman Minsky. «The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions» Working Paper of IMF. No 72. January 1992. p4.
- 20- أحمد مهدي بلواي، مرجع سبق ذكره، ص 13.
- 21- John Chant «Financial Stability as a Policy Goal». John Chant. Alexandra Lai. Mark Illing. and Fred Daniel «Essays on Financial Stability». Technical Report No. 95. Bank of Canada. September 2003. p3.
- 22- منير هندي، مرجع سبق ذكره، ص 42.
- 23- جورج كوبر- الأزمة المالية العالمية وخرافة السوق الكفاء - تقديم: د/ محمود محيي الدين - نهضة مصر للطباعة والنشر والتوزيع- ط2 /2010. بتصرف.
- 24- جورج كوبر- مرجع سابق الذكر- بتصرف.

في الأسواق المالية اليوم، نزعة داخلية إلى عدم الاستقرار، وهي مجبولة على عدم التوازن، و حتى إن مرت الأسواق بمرحلة من الاستقرار النسبي، فإن هناك ما يدفعها من داخلها إلى عدم الاستقرار (آلية الائتمان) ، و هذا ما يفسر وقوعها المتعاقب في الأزمات.

إن عدم الاستقرار المالي يعود إلى آلية عمل النظام المالي الرأسمالي، والمتمثلة أساساً في منح الائتمان القائم على أسعار الفائدة المتقلبة والحساسية اتجاه أي تغيرات اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية.

ان مكنم الخلل على مستوى الأسواق المالية هو المراهنات (المضاربات) على تغيرات أسعار الفائدة و أسعار الصرف، التي من شأنها التأثير على أسعار الأصول الحقيقية.

ان ما يعزز أكثر عدم الاستقرار هو الابتكارات المالية مثل المشتقات المالية و التوريق.

تسمح هذه المنتجات بزيادة عمليات المضاربة، كما أنها تدفع المؤسسات المالية إلى التساهل في شروط منح الائتمان، مما يؤدي إلى طغيان وحدات التمويل البيوزية على النظام المالي، وهو ما يجعل منه نظاماً هشاً معرضاً للأزمات في أي لحظة.

هناك حاجة إلى نموذج جديد - لتفسير عمل الأسواق، و تفسير أسباب الأزمات، لتجنب تكرارها - يكون أكثر قرباً من تحليل منسكي للأسواق المالية.

التوصيات

- 1- ينبغي أن نتبنى فرضية عدم الاستقرار المالي كفرضية أساسية لكيفية عمل نظامنا المالي في الواقع.
- 2- ينبغي أن نستخدم ذلك كنقطة بداية ن فكر من خلالها في أفضل طريقة لإصلاح سياساتنا الاقتصادية الكلية.
- 3- إعطاء البنوك المركزية الدور الأهم لإحداث الاستقرار (التحكم في عملية خلق الائتمان)، و ليس الحكومات.
- 4- يجب تبني منهج علمي يوجب علينا تعديل النظريات لتتماشى مع حقائق الواقع، وليس العكس، فالنظريات (نظرية السوق الكفاء) التي تفضل في اجتياز الاختبارات الأساسية (الأزمات المالية)، يجب أن تنبذ جانباً بدون أدنى اهتمام.
- 5- يجب تبني آليات الاقتصاد الإسلامي و صيغته التمويلية، وضوابطه للوقاية من الأزمات، والتي تتوافق نسبياً مع فرضية عدم الاستقرار المالي.

الهوامش

- 1- طارق حماد ، «دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية»، الدار الجامعية، للطباعة والنشر والتوزيع، 2000 ص 79.
- 2- محمد الحناوي؛ نهال مصطفى؛ جلال العبد ، «أسواق المال و المؤسسات المالية»، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 ص 123-124.

- 25- جورج كوبر- مرجع سابق الذكر- بتصرف.
- 26- جورج كوبر - مرجع سابق الذكر- ص ص، 17، 16.
- 27- جورج كوبر- مرجع سابق الذكر- بتصرف.
- 28- عبد الله شحاتة، «الأزمة المالية: المفهوم والأسباب» بحث منشور على موقع iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/.../zzzz.doc - ص 4.
- 29- موريس أليه، «الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق-من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد-» المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جده، المملكة العربية السعودية، 1993 ، ص 14، ص 15.
- 30- Hyman Minsky, «The Financial Instability Hypothesis», P6.
- 31- موريس أليه- مرجع سبق ذكره، ص 23.