

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس- سطيف-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

مذكرة

مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية
فرع: دراسات مالية ومحاسبية معمقة
الموضوع:

عمليات الاندماج كاستراتيجية للتقليل من المخاطر في ظل الأزمة المالية العالمية

إشراف الأستاذة:

د. قطاف ليلي

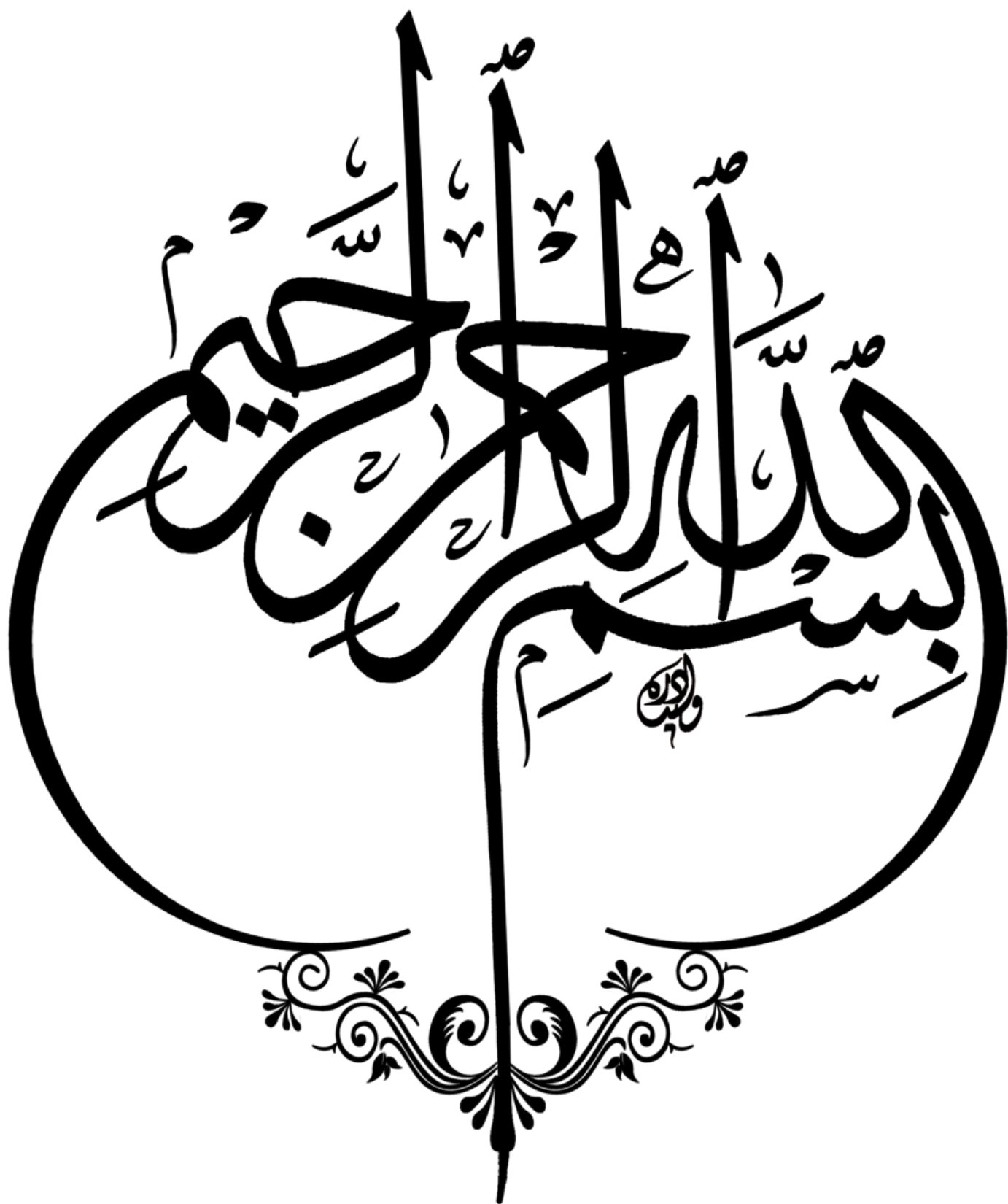
إعداد الطالب:

بوحوش أمين

أعضاء لجنة المناقشة:

د. عماري عمار	أستاذ	جامعة فرحات عباس - سطيف-	رئيسا
د. قطاف ليلي	أستاذ	جامعة فرحات عباس - سطيف-	مشرفا ومقررا
د. بن سديرة عمر	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة فرحات عباس - سطيف-	مناقشا
د. بودرامة مصطفى	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة فرحات عباس - سطيف-	مناقشا

السنة الجامعية: 2019/2018



شكر وتقدير

أولا أحمد الله عزّ وجلّ الذي وفّقني لإكمال عملي هذا
وبكل معاني الشكر والعرفان أتوجه لكلّ من أمدني
بالمساعدة سواء من قريب أو من بعيد ووقف إلى جانبي
لإخراج هذا العمل على هذه الصورة، وأخصّ بالذكر
الأستاذة الدكتورة: "قطاف ليلي"

وأخير إن وفّق هذا العمل وحوى في طياته على إيجابيات
ونجاح يذكر فهو منسوب لجميع من ساعدني
فشكرا لكم

الإهداء

الحمد لله الذي أعاننا بالعلم

وزيّننا بالحلم وأكرمنا بالتقوى

وأجملنا بالعافية.

أهدي هذا العمل إلى أفراد عائلتي ككل

وأخص بالذكر: والديا الكريمين

إلى إبراهيم

إلى ابن أخي "علاء الدين" رحمه الله

إلى أساتذتي الأفاضل

إلى الأستاذة "حنان"

أمين



بالرجوع إلى الأدبيات الاقتصادية القديمة، يلاحظ أن الاقتصادي الكلاسيكي آدم سميث قد قام بالتنظير كثيرا للنظام الرأسمالي ضمن كتابه الشهير "ثروة الأمم"، وقد أكد سميث على مجموعة من المبادئ والقواعد والأسس والمرتكزات التي يقوم عليها هذا النظام، ومن أهمها الحرية الاقتصادية، وعدم تدخل الدولة وترك الأمور لتنافسية الأسواق واليد الخفية لتحقيق التوازن والمصلحة العامة.

وقد وقعت أزمة الكساد الكبير في العام 1929 لتكون دليلا على وجود خلل جوهري في الفكر الرأسمالي الذي نادى به آدم سميث، وقد حدث بعد ذلك تحولات وتغيرات واضحة في النظام الرأسمالي على المستوى الفكري وعلى المستوى العلمي، وقد أكد الاقتصادي البريطاني الشهير "جون مينارد كينز" على ضرورة وجود تدخل ما للدولة من أجل تصويب وتصحيح الأوضاع الاقتصادية، ومواجهة التحديات الاقتصادية ومشكلات البطالة وأزمات الركود وغيرها.

وقد حدثت تغيرات أخرى بعد ذلك على الرأسمالية، حيث سيطر الكلاسيك الجدد على المؤسسات المالية مع بداية السبعينيات وفي الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين، وقد أدى ذلك إلى تغيرات وتحولات مهمة في الفكر الرأسمالي مثل تقلص الدور الرقابي والاقتصادي للدولة، وزيادة التوجه نحو خصخصة بعض الشركات والمشروعات العامة، والارتداد والتراجع الفكري فيما يتعلق بتدخل الدولة.

وفي التسعينيات، تعالت الدعوات التي نادى بالعمولة الاقتصادية كمرحلة جديدة من مراحل الرأسمالية، وهي نقطة تحول جوهري ومفصلية في تاريخ الفكر الاقتصادي العالمي، وتم استخدام أدوات كثيرة للترويج لها ونشرها مثل الأنترنت، وأشكال الاتصالات الحديثة المتنوعة، ومؤسسات البنك الدولي، ومؤسسات صندوق النقد الدولي، ومنظمة التجارة العالمية، والشركات المتعددة الجنسيات، وغيرها. حيث أدت العمولة إلى زيادة التشابك بين مختلف دول العالم، وعمولة الأسواق المالية التي عكست ثروة مالية حقيقية من حيث حجم الأسواق وتأثيرها، علاقتها وأدواتها المالية الجديدة، وأن العمولة المالية عملية لا مناص منها، وتفرض قبولها بالشروط والآليات التي يتم التعامل بها حاليا.

إن الأزمات والتقلبات والنمو والركود هي من ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي التي يصعب التنبؤ بها ولا يمكن التخلص منها، فقد تعرضت الولايات المتحدة عبر تاريخها القصير نسبيا إلى أزمات مالية عدة (1844، 1857، 1873، 1890، 1893، 1907، 1929)، وبعد الحرب العالمية الثانية أيضا العديد من الأزمات.



إلا أن نهاية العقد الأخير من القرن العشرين لا يخلو من الأزمات، كأزمة المكسيك (1994-1995)، وأزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998)، وأزمة روسيا والبرازيل.

وفي النصف الأول من العقد الأول من القرن 21، جعل المناخ الحميد المستثمرين والشركات والمستهلكين يتوقعون مستقبلاً مشرقاً على الدوام ويخسبون تقدير قيمة المخاطر، وارتفعت معلقة أسعار المساكن وغيرها من الأصول وتم خلق أصول خطيرة وبيعها باعتبارها عديمة الخطر تقريباً وزاد الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية، و في ظل الانخفاض الشديد في معدلات الفائدة تدفقت الأموال إلى الإستثمارات التي تعتمد على الديون لأن معدلات الفائدة المنخفضة تسهل تحمل الدين والحصول عليه، ومن ثم فعندما انقلبت أسعار المساكن على عقبيها وتحولت رهونات الديون والأوراق المالية المستندة لها دون الممتازة إلى شيء بغيض أصبح المسرح مهياً لنشوب الأزمة، وفي سياق التكامل العالمي السريع والترابط العميق والمعقد بين المؤسسات المالية، تحركت الأزمة سريعاً عبر الأصول والأسواق والاقتصادات.

يتمثل أحد الأوجه الغريبة للأزمة المالية العالمية لعام 2008 في نموها البطيء وبلوغها الذروة بشكل مفاجئ في غضون ما يزيد عن سنة بقليل.

حيث أدت إلى خسائر هائلة جداً تم تقديرها في عام 2008 بأكثر من 50 تريليون دولار من قيمة الأصول المالية حيث تحولت أزمة الرهن العقاري التي بدأت بوادرها وملاحمها في تموز 2007 إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية في الربع الأخير عام 2008.

في ظل ما يعرفه المحيط الاقتصادي المعاصر من تشعب وتعقد في مكوناته، وما يفرضه من تحديات، خاصة ما تعلق بالأزمات المالية العالمية، تعرف المصارف عبر العالم منذ العشرية الأخيرة من القرن الماضي توجهاً كبيراً نحو تجميع طاقاتها وقدراتها، عن طريق عمليات الاندماج فيما بينها، سعياً منها للصمود أمام الآثار السلبية للأزمات المالية العالمية من خلال الاستفادة من مختلف المزايا الاقتصادية والتسويقية والمالية، بما أن عمليات الاندماج هي وسيلة الإنقاذ في كل سنوات الأزمات المالية، فقد اتجهت المصارف الأمريكية بخطى سريعة نحو الاندماج والتكتل.



برزت العديد من التقارير الاقتصادية الحديثة التي توصي بعمليات الاندماج بين الشركات وأنها أحد أبرز الخيارات المطروحة على الساحة العالمية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية التي أفرزت واقعا يهدد الكثير من الشركات الاقتصادية خاصة منها ذات صلة بالقطاع المالي بالإفلاس والتصفية.

من خلال ما سبق فإن الإشكالية تتمحور حول التساؤل الرئيسي التالي:

"هل عملية الاندماج بين الشركات في القطاع المالي تؤدي إلى التقليل من مخاطر الأزمة المالية؟"

ويتفرّع عن ذلك التساؤل مجموعة من التساؤلات الفرعية وهي:

- ما المقصود بالأزمة المالية العالمية وما هي أهم آثارها؟ وكيف تمت مواجهتها للتقليل من مخاطرها؟
- هل تعتبر عمليات الاندماج في القطاع المالي خيار في حدّ ذاته؟ أم ضرورة فرضتها الأزمة المالية العالمية؟
- هل أثرت الأزمة المالية العالمية على نشاط عمليات الاندماج؟
- هل أدت عمليات الاندماج بين بنك jp Morgane Chase & Go وبنك Bear Stears و بنك واشنطن متشوال إلى التقليل من المخاطر؟

فرضيات البحث

- للأزمة المالية العالمية عدة مفاهيم وأسباب عديدة وآثار مختلفة أدت بالكثير من الدول لمواجهتها بأساليب متعددة.
- يعتبر خيار الاندماج في القطاع المالي خلال فترة الأزمة ضرورة فرضتها طبيعة الأزمة المالية العالمية.
- لقد أثرت الأزمة المالية العالمية على نشاط عمليات الاندماج.
- أدت عمليات الاندماج بين بنك jp Morgane Chase & Go وبنك Bear Stears وبنك واشنطن متشوال إلى النجاح من خلال تقليل المخاطر وتحسين الأداء المالي للبنك.



أهمية البحث وأهدافه

تبرز أهمية البحث من خلال كونها تتناول موضوعات أكثر جدلا في الساحة المالية العالمية وهما الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وعمليات الاندماج خلال فترة الأزمة المالية العالمية.

ويسعى هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعرف على دور عمليات الاندماج في الحد من آثار الأزمات المالية العالمية.
- التعرف على واقع الشركات المندمجة في ظل الأزمة المالية العالمية.
- التعرف على الأزمة المالية العالمية 2008 وأسبابها ونتائجها وكيفية الحد من آثارها.

منهج البحث

يستخدم هذا البحث المنهج الوصفي التحليلي المقارن من خلال عرض المفاهيم الأساسية لعمليات الاندماج والأزمة المالية، وأنواع عمليات الاندماج، وأنواع الأزمات المالية العالمية ونشاط عمليات الاندماج وكذلك أهم الأزمات المالية العالمية عبر التاريخ.

دراسات سابقة في الموضوع

من أهم الدراسات التي تناولت موضوع الأزمة المالية وعمليات الاندماج بصفة عامة:

- دراسة (Nadia Bensaci 2006) مقدمة لنيل شهادة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة باريس 2 بعنوان *Théorie Financière de Fusion –acquisition dans la sphère bancaire* هدفت الدراسة إلى تحليل ظاهرة الاندماج والاستحواذ في القطاع المصرفي، أخذت بذلك حالة القطاع المصرفي الأوروبي كعينة لإجراء هذه الدراسة، وعالجت فيها الباحثة إشكالية جدوى عمليات الاندماج والاستحواذ في القطاع المصرفي والمزايا التي تحققها المصارف الناتجة عن الاندماج، وتوصلت إلى أن عمليات الاندماج والاستحواذ هي عمليات معقدة لطبيعة العلاقات التعاقدية بين المصارف الداخلة في عمليات الاندماج، وأن العنصر البشري يعتبر عنصرا هاما في إنجاح عمليات الاندماج لأنه قد يزيد من تكاليف الخدمات المصرفية وبالتالي فشل عمليات الاندماج.



• دراسة (بن منصور موسى (2009-2010)، مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، بعنوان "آثار الانضمام على قيمة الشركات المنظمة"، هدفت هذه الدراسة إلى إبراز الآثار المترتبة على الشركات بعد انضمامها وانعكاس ذلك على قيمتها وعالج فيه الباحث اشكالية الآثار التي يتركها الانضمام على قيمة الشركات المنظمة، وتوصل إلى أن عمليان الاندماج التي تقوم بها الشركات لها آثار ايجابية مباشرة على القيمة السوقية لأسهمها، وهو الأمر الذي يدفع إلى التمسك بهذه الاستراتيجية، وأنه من أسباب فشل بعض عمليات الانضمام في تعظيم ورفع القيمة السوقية لشركات المنظمة وهو عدم تجانس ثقافات الكيانات الداخلة في الانضمام، وعدم ارتباط أنشطتها.

• اندماج البنوك كإحدى آليات التطوير المصرفي كتاب لصبحي مصطفى الجرم، الصادر عن دار الجامعة الجديدة 2013، نتناول فيها التجارب العالمية في الاندماج المصرفي قبل وخلال فترة الأزمة وتشير النتائج إلى انخفاض عمليات الإندماج في الفترة التي عاصرت الأزمة المالية لسنة 2008.

• دراسة (نادية العقون (2013-2018)، مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الحاج لخضر باتنة، بعنوان "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية الوقاية والعلاج دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" هدفت هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تصاعد ظاهرة العولمة المالية من جهة، وتكرار وتواتر الأزمات المالية من جهة أخرى، بالتركيز على أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ترتب عنها آثار خطيرة على الاقتصاد الأمريكي والعالمي، وتم التوصل إلى أن العولمة المالية يمكن أن توفر الكثير من المزايا، إلا أن هناك العديد من الخصائص والعوامل التي ساعدت على تطورها وانتشارها، كما أن الأزمة المالية التي عانى منها الاقتصاد الأمريكي تجد جذورها في المزيج المعتاد لانخفاض أسعار الفائدة باعتباره متغير حاسم في صيرورة أزمة الرهن العقاري والتوسع في منح السيولة وفي منح الائتمان، والاستعمال المكثف للمشتقات المالية والتوسع في عملية التوريق، كما أنها أزمة مركبة ترافقت مع ارتفاع غير مسبوق لأسعار النفط وأسعار الغذاء العالمية وامتدت إلى القطاع الحقيقي.

خطة البحث

سيتم تناول هذا الموضوع من خلال ثلاثة فصول كما يلي:



الفصل الأول: يتناول هذا الفصل مفهوم الأزمات المالية وأنواعها وأسبابها وعدوى انتقالها، وأهم الأزمات التي عرفها العالم، بالإضافة إلى التطرق إلى الأزمة المالية العالمية أسبابها ومراحلها، وقنوات انتقالها وآثارها، وأهم الاجراءات المتخذة للحد من آثارها.

الفصل الثاني: أساسيات ومفاهيم نشاط عمليات الاندماج، يتناول عمليات الاندماج من حيث مفهومها ونشاطها، وأسبابها وأهدافها، بالإضافة إلى طرق تسديدها ومراحل عمليات الاندماج، لتنتهي في الأخير إلى طرق المحاسبة عن عمليات الاندماج.

الفصل الثالث: نتناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى مفهوم المخاطر البنكية أنواعها وطرق قياسها، بالإضافة إلى نشاط عمليات الاندماج خلال مرحلة الأزمة، وفي الأخير دراسة حالة اندماج بين بنك **jp Morgane** و **Chase & Go** و بنك **Bear Stears** و بنك **واشنطن** متشوال.

مصادر البحث

يعتمد البحث على مصادر متنوعة باللغة العربية، الفرنسية واللغة الانجليزية، وتم الحصول عليها عن طريق البحث المكتبي والبحث في شبكة الأنترنت، حيث اشتمل على الكتب، المجلات، البحوث، الدراسات ومواقع شبكة الأنترنت.

صعوبات البحث

كانت هناك صعوبات كثيرة واجهت البحث ولعل من أهمها:

- قلة البحوث والدراسات المتخصصة في هذا الموضوع.

- صعوبة الترجمة لبعض الكتب باللغة الأجنبية.



الفصل الأول:

الأزمة المالية

العالمية لسنة 2008

تمهيد

عرف العالم العديد من الأزمات المالية التي كان لها الآثار السلبية على مجمل الاقتصاد العالمي وهددت الاستقرار الاقتصادي.

وطوال عقدين تقريبا بدا أن لا شيء باستطاعته زعزعة ثقة الأسواق العالمية إذ كانت فترات الركود الاقتصادي إلى انحسار ووطأها أخف بينما باتت فترات التوسع أطول.

في النهاية هبت العاصفة المالية لأن النظام لم يعد يخشى الخطر، فمنذ أغسطس 2007 والاقتصاد العالمي يمر بأزمة مالية لم يشهدها منذ ثلاثينيات القرن الماضي، وتأتي خطورة هذه الأزمة كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يشكل نموه محركا لنمو الاقتصاد العالمي، فاقصادها هو الأكبر في العالم بحجم 14 ترليون دولار، وتشكل التجارة الخارجية أكثر من 10% من إجمالي التجارة العالمية، ومن جهة أخرى تحتل السوق الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية الأخرى في العالم، هذا بالإضافة إلى أن الدولار الأمريكي شكل ما لا يقل عن 60% من السيولة العالمية.

سنحاول من خلال هذا الفصل التعرف على الأزمات المالية وخصوصا الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

المبحث الثاني: تاريخ الأزمات المالية

المبحث الثالث: طبيعة وأسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

المبحث الرابع: عدوى أزمة الرهن العقاري والآثار المترتبة عنها

المبحث الخامس: أهم الاجراءات المتبعة لاحتواء الأزمة

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

يعتبر موضوع الأزمات من المواضيع الحساسة التي تثير اهتمام العديد من الباحثين والاقتصاديين فالأزمات قد تكون اجتماعية أو سياسية أو اقتصادية، وسيتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

- مفهوم الأزمات المالية.
- أنواع الأزمات المالية.
- أسباب الأزمات المالية.
- عدوى الأزمات المالية وقنوات انتقالها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

كثر الكلام في الآونة الأخيرة عن "الأزمة" في مجالات متعددة ومتنوعة دون أن يحدد معناها بشكل دقيق وواضح، فيربط بها العديد من المعاني والعشرات من المرادفات والحوادث التاريخية والمؤسسات، لذلك يصعب تحديد مفهوم الأزمة نتيجة لطبيعتها الشمولية واتساع استعمالاتها وكذلك اختلاف الاستخدام والسياق المطبق من قبل الكتاب والباحثين في دراسة الأزمات. ومن هذا المنطلق وجب علينا البحث في مفهومها.

وسيتم التطرق إلى مفهوم الأزمة من خلال العناصر التالية:

- أولاً: مفهوم الأزمة
- ثانياً: مفهوم الأزمة المالية
- ثالثاً: مفهوم الأزمة الاقتصادية
- رابعاً: النظريات المفسرة للأزمة المالية
- أولاً: مفهوم الأزمة

تعني الأزمة في اللغة العربية الشدة والقحط وآزَمَ عن الشيء: أمسك عنه وآزَمَ على الشيء أزمًا: عض بالفم كله عضاً شديداً، وتأزم: أصابته أزمة¹.

¹ جواد كاظم البكري، "فخ الاقتصاد الأمريكي الأزمة المالية 2008"، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، 2011، ص: 17.

وتنحدر الكلمة الفرنسية (**Crise**) (أزمة) من اللاتينية (**Crisis**) التي تنحدر بدورها من اليونانية بداية في الاصطلاح التشريعي بمعنى "لحظة الحكم" ثم استخدمت في الطب إضافة إلى ذلك يمكن ربط كلمة (**Crisis**) بالفعل اليوناني (**krinein**) الذي يترجم "بالحكم انه حاسم" ومن هنا يعني لفظ "الأزمة" "اللحظة الحاسمة" أو الفترة الحاسمة لمرض معين ويرتبط بالتالي بالفترة التي يمكن للمرض أن يتطور فيها نحو الأحسن أو التراجع، ويرتبط اللفظ اللاتيني (**Crises**) بدوره اللفظ (**Discrimen**) الذي يعني "ما يفصل" ويرتبط بالمرحلة التي تتطلب اتخاذ القرار.¹

وعرفت كلمة "أزمة" تطورا تاريخيا في الأدبيات الفرنسية كالاتي:²

- حسب قاموس (**Le Robert historique**) ظهرت كلمة أزمة في الأدبيات الفرنسية في القرن الرابع عشر ميلادي.
- ونجدها عند الطبيب (**Gorden**) عام 1495 في كتابه (**Pratique**) بمعنى مرحلة خطيرة لمرض معين.
- امتد المعنى إلى المسائل الأخلاقية كقول الكاتب (**Regnard**) في 1690 "هذه القضية هي في أزمته".
- ثم انتقل إلى مجال علم النفس عند الكاتب (**Gorden**) عبارة "أزمات هوى" ثم استعمل السياسي (**Brillat-Savain**) عبارة أزمات أعصاب عام 1825.

ومن هنا يظهر التركيز على فكرة الاضطراب والخلل العميق على مستويين:

← الأول: فردي.

← والثاني: جماعي، اجتماعي واقتصادي.

ويستخدم الكاتب "جون جاك روسو" كلمة "أزمة" ويقول: "نقترب من حالة الأزمة وقرن التورات" في عام 1762م.

ونجد عبارة "أزمة سياسية" عند الكاتب (**Jouy**) في عام 1814.

¹ عبد الرزاق سعيد بلعباس، "ما معنى الأزمة؟ كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي (جدة، المملكة العربية السعودية)، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز 2009، ص: 605.

² المرجع نفسه، ص: 6، 7، 9.

ويستخدم الكاتب "فيكتور هوغو" كلمة "الأزمة" قائلاً: "إن الإعصارات هي أزمات الأعصاب" في عام 1869م.

يظهر من هذا العرض التاريخي قبل دخول علم الاقتصاد إلى الجامعة، أن كلمة "الأزمة" استخدمت في الأدبيات الفرنسية بداية في الكتابات الطبية ثم انتقلت إلى مجالات أخرى منها الأخلاق والسياسة وعلم النفس والاقتصاد، ونجاحه في المجالات المالية والتجارية والصناعية والزراعية، منذ ذلك الحين شهد القرن العشرين انتشاراً لكلمة "الأزمة" في شتى المجالات منها الفكر، الرأسمالية، التطور العالم المعاصر، الثقافة، التنبؤ، الفكر، الاقتصاد... الخ.

وكلمة أزمة في اللغة الإنجليزية يعرفها قاموس وستر بأنها نقطة تحول إلى الأحسن أو الأسوأ، في مرض خطير أو خلل في الوظائف أو تغيير جذري في حالة الإنسان، وفي أوضاع غير مستقرة، أما قاموس أكسفورد فعرفها بأنها نقطة تحول أو لحظة حاسمة في مجرى حياة الإنسان كالأزمة المالية أو السياسية.¹

إن للأزمة مفهوم من المعاني لعل من أبرزها ما يلي:²

- تغيير عنيف يظهر على حالة صحية جيدة في الظاهر؛

- تفاقم مخاطر لحالة مرضية؛

- مرحلة فاصلة وخطيرة؛

- اضطراب وعائق مؤقت؛

- نزاع؛

- اختلال في التوازن بين الإنتاج والاستهلاك والذي يتميز بتراجع الطلب والإفلاس والبطالة؛

- نقص أو قلة في شيء معين كالقول أزمة عقار، أزمة سكن.

إن التحدي الذي يوجهه متخذ القرار في حالة الأزمات برعت اللغة الصينية في استيعابه، إذ رمزت للمصطلح "الأزمة" كما ينطقونه بـ (WET-JI) وهو عبارة عن كلمتين، أولهما تكمن في تصور إمكانية الأزمة

¹ جواد كاظم البكري، مرجع سابق، ص: 17.

² عبد الرزاق سعيد بلعباس، مرجع سابق، ص: 10.

وما تستبطن من مناظر إلى فرصة لإطلاق القدرات الإبداعية، ولعل هذا ما يؤكد رجل الاقتصاد الأمريكي (ميلتون فريدمان) في كتابه "الرأسمالية والحرية" 1962 إذ يرى أن الأزمات فقط، سواء كانت حقيقة أو مصطنعة، يمكنها أن تحقق تغير حقيقيا.¹

ومن أهم التعاريف للأزمة نجد:²

الأزمة عبارة عن تزايد وتراكم مستمر لأحداث وأمور غير متوقعة على مستوى جزء من النظام كله بالإضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو خارجه ماديا، ونفسيا وسلوكيا؟

الأزمة هي تلك النقطة الحرجة واللحظة الحاسمة التي يتحدد عندها مصير تطورها إلى الأفضل وإما إلى الأسوأ، الحياة أو الموت، الحرب أو السلم دون حل لمشكلة مات أو انفجارها.

الأزمة هي ظرف انتقالي يتسم بعدم التوازن، ويمثل نقطة تحول في حياة الفرد أو الجماعة أو المنظمة، أو المجتمع وغالبا ما ينتج عنه تغيير كبير.

إنّ هذه التعاريف وإن اختلفت في بعض النواحي، إلا أنها تتفق في البعض الآخر، فكلما لا تكاد تخرج عن كون الأزمة فترة حرجة تهز كيان أو نظام معين على نحو يستدعي اتخاذ مواقف تجاه الأزمة. ولعل من أهم خصائص الأزمة ما يلي:³

- المفاجأة: حيث تحدث بشكل مفاجئ دون سابق إنذار؛
- نقص المعلومات؛
- تصاعد الأحداث؛
- فقدان السيطرة؛
- حالة الذعر؛
- غياب حل جذري سريع.

¹ نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013، ص: 3.

² محمد سعيد محمد الرملاوي، "الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشرعية الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، 2011، ص: 7، 8، 10.

³ محمود جاه الله، "إدارة الأزمات"، دار أسامة للنشر، عمان، 2008، ص: 08.

ثانيا: مفهوم الأزمة المالية

ظهرت عبارة الأزمة المالية لأول مرة عند الكاتب (Comte de lascases) (1766-1842) وذلك عام 1823¹، وتتضمن الأزمات المالية عموما توليفات مختلفة من المشاكل النقدية والمصرفية ومشاكل الديون وعلى هذا الأساس فقد تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها وأشكالها.²

يمكن اعتبار الأزمة كظاهرة وهي بهذا المعنى تعرف بنتائجها أو مظاهرها انخيار البورصة، مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة أو بطالة دائمة، كما أكد (J. Attali) أنه لا يوجد لا بداية ولا نهاية للأزمة، ويمكن تعريف الأزمة بالنسبة إلى النمو انقطاع بالنسبة إلى مجرى التوسع الذي يعطي وحده إذ وجدنا فيه الإشباع، لأنه يقابل الاستخدام الكامل لعناصر الإنتاج.³

ويعرّف (Michel Aglietta) الأزمات المالية بذلك الاضطراب الذي يمكن أن يشير إلى كل المتغيرات النظام المالي نتيجة لمخاطر النظام، ويعني هذا الأخير بالنسبة له إمكانية وقوع حدث نظامي لأحداث أزمة مالية ويقصد بالحدث النظامي حدوث أزمة مالية نتيجة العدوى.⁴

تعرف الأزمة المالية بأنها وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبيا بضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطار أو تهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على المستوى الاقتصادي الجزئي والاقتصاد الكلي، وخسائر في الموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انخيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى.⁵

¹ عبد الرزاق سعيد بلعباس، مرجع سابق ص: 8.

² نادية العقون، مرجع سابق ص: 3.

³ عبد الأمير شمس الدين، "تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، 1992، ص: 11-12.

⁴ نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثارها على أسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بوقرة، 2008-2009، ص: 12.

⁵ رفيقة صباغ، هند مهداوي، "الأزمة المالية المعاصرة وانعكاساتها على الدول العربية والعلاج في ضوء الاقتصاد الإسلامي"، المجلة المصرية للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد الثالث، يناير 2015، ص: 64.

الأزمة المالية في انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.¹

الأزمة هي تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على محمل التغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف.²

الأزمة المالية هي انخفاض مفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، فتأخذ الأزمة شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.³

بالرغم من تعدد التعريفات للأزمة المالية إلا أن معظمها يكاد يتحقق على أن الأزمة المالية هي الاختلال العميق والاضطراب الحاد والمفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعها انهيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها ويمتد ذلك كله إلى القطاعات الأخرى.

وتتبع الأزمات المالية أنماطا مشتركة فور نشوبها تتمثل في:⁴

- ✓ تصبح نواحي الضعف الأساسية حيث أن السبب الرئيسي لمعظم الأزمات المالية هو منح القروض أو وجود تغيرات في التنظيم والإشراف المالي.
- ✓ يطلق الحدث العنان لأزمة حادة.
- ✓ تمتد الأزمة وتتفاقم.
- ✓ تتخذ خطوات لتخفيف وحل الأزمة.

ثالثا: مفهوم الأزمة الاقتصادية

يمكن تعريف الأزمة الاقتصادية بالنسبة إلى النمو بأنها فترة انقطاع في مسار النمو الاقتصادي السابق بل حتى انخفاض الإنتاج، فترة فيها النمو الفعلي هو أدنى من النمو الإجمالي، وعلى هذا الأساس فإن اليابان سنة

¹ فيصل نافع كعيد العاني، "تأثير الأزمة المالية على الأداء التشغيلي والمالي للبنوك الأردنية"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال، 2010، ص: 11.

² عبد الغاني بن محمد، "الأزمة المالية العالمية"، 2008، دار البحار للنشر والطباعة والتوزيع، الجزائر، 2008، ص: 8.

³ محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص: 17-18.

⁴ ستيفان انجر وجوران ليند، "حلول ستوكهولم"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008، ص: 22.

1987 ليست بلد أزمة قياسا على معدل البطالة (2%) فقط، وهي بلا شك في أزمة إذا قسناها بالنسبة للنمو الاقتصادي الذي قدر بـ 9.8% سنويا بين 1962 و1973 مقابل أقل من 4% بين 1974-1987 كذلك كان معدل النمو في الاقتصاد الأمريكي من 1973 إلى 1981، أدنى من معدل النمو الاقتصادي الماضي (2%) كمتوسط سنوي مقابل 4.2% بين 1966-1973)، وكل هذه الصعوبات تشكل عوائقا أمام محلي الأزمات، حيث تعتبر شكل الأزمات تدريجيا مع تطور الاقتصاديات، ففي فرنسا انتقل الاقتصاد في النصف الثاني من القرن التاسع عشر من الأزمات قبل الصناعية، إلى الأزمات الصناعية حيث كانت هذه الأخيرة تراكمية ثم انكماشية، أما الأزمات الحالية فهي تعكس وجهها لأزمات اقتصادية.¹

وتعرف الأزمة الاقتصادية "بأنها مرحلة تباطؤ للنشاط الاقتصادي تأتي بعد مرحلة توسع اقتصادي، وتتميز عادة بانخفاض عنيف للإنتاج ولمعدل النمو، وبارتفاع معدل البطالة" وهي "حالة حادة من المسار السيئ للحالة الاقتصادية لبلاد أو الإقليم أو للعالم بأسره، تبدأ عادة من جراء انهيار الأسواق المال وترافقها ظاهرة جمود أو تدهور في النشاط الاقتصادي تتميز بالبطالة والإفلاس، والتوترات الاجتماعية، وانخفاض القدرة الشرائية".²

وضمن الأزمات الاقتصادية يمكن أن نميز بين الأزمات الدورية والوسيطية والهيكلية وكذلك أزمات ميادين معينة من الاقتصاد الرأس مالي على سبيل المثال الأزمة النقدية-المالية.³

وحسب كندلبرج (Kendel berge,2000)، فإن الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية تربطهما علاقة قوية، فالدخول في ركود أين يكون هناك تباطؤ في النمو الاقتصادي يتزامن غالبا مع أزمة في النظام المصرفي والمالي، من خلال شح في عرض التمويل، وانهيار أسعار الأصول المالية، وإفلاس وإعادة بناء القطاع البنكي، وهو ما يزيد من حدة الأزمة الاقتصادية، كما أن الأزمة المالية تعطي الإشارة وتعتبر في الانعكاس نحو الأزمة الاقتصادية، وعموما يمكن القول أن الأزمة الاقتصادية ذات أبعاد أشمل وأوسع من الأزمة المالية.⁴

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

تختلف الأزمات وتتنوع وفقا لمسبباتها وطبيعة القطاع الذي حدثت فيه وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين عدة أنواع أساسية للأزمة المالية:

¹ دانييل ارنولد، مرجع سابق، ص: 12.

² عبد الرزاق سعيد بلعباس، مرجع سابق، ص: 14-19.

³ أ.إ. بلجوك، "الأزمات الاقتصادية للرأسمالية المعاصرة"، تقريب: محمد تقي عبد الحسني القزويني، موسكو، دار العلم للنشر، 1981، ص: 11.

⁴ نادية العقون، مرجع سابق، ص: 6.

وسيتم التطرق إلى أنواع الأزمات من خلال العناصر التالية:

- أولاً: أزمة العملة.
- ثانياً: الأزمات المصرفية.
- ثالثاً: أزمة الديون.
- رابعاً: أزمة أسواق المال.
- خامساً: الأزمة المالية التوأم.

أولاً: أزمة العملة

يطلق عليها أحيانا أزمة الصرف الأجنبي أو أزمة ميزان المدفوعات وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، يكون عادة مصحوباً بزيادة في معدلات السحب من احتياطات النقد الأجنبي وفي هذا الصدد فقد قدر التخفيض في قيمة العملة الذي يمكن معه القول بوجود أزمة بنسبة تزيد عن 35% على ممارسة كاملة¹، أو ورغم السلطات النقدية (البنك المركزي) على الدفاع عن العملة ببيعة ضخمة من احتياطات أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة وتتخذ الحكومات مثل هذه الإجراءات في الحالات التالية:

- النقص في تدفقات رأس المال الأجنبي.
- التزايد في تدفقات رأس المال إلى الخارج.

وربما تكون النتيجة عكسية في بعض الحالات تؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي والانكماش قد يصل ذلك إلى درجة الكساد.

ولعل أحسن مثال على هذا النوع من الأزمات هو ما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997 م.

ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع القديم وهي التي تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق والإرتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق الضوابط المتزايدة

¹ علياء سيبوني، "مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الاقتصاديات المتنوعة"، مجلة التقنية والسياسات الاقتصادية، المجلد الثاني عشر، العدد الثاني، يوليو 2010، ص: 12.

على رأس المال مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما الأزمات ذات الطابع الجديد فتركز على القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد بالثقة، يمكن أن يؤدي إلى مناخ الأسواق المالية والرأس مالية الأكثر تحملاً أو تكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف¹.

ثانياً: الأزمات المصرفية

يتعذر وضع مفهوم موحد لها، حيث تتعدد رؤى المفكرين بشأنها فهي قد تشير إلى حالة الذعر البنكي (Bunk Run) التي تتمثل في تدافع المودعين على طلبات تسجيل ودائعهم والتي تجبر البنوك على إيقاف تحويلها إلى نقد سائل، وتعني تعرض نسبة ملحوظة من بنوك القطاع المصرفي إلى حالة الإعمار المالي بحيث يتطلب الأمر تدخلاً من البنك المركزي لضخ الأموال لهذه البنوك وإعادة هيكلة النظام المصرفي وفي هذه الصدد فإن البعض يرى أن الدولة تكون في أزمة مصرفية حينما تكون الإلتزامات الموجودة في المؤسسات المالية التي تشكل الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها، حتى أن دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية نفقاته.

وفي هذا السياق يرى كل من (Demirguc-Kint, Detragiache 1998) أن الأزمة المصرفية

تحدث إذا تحقق -على الأقل- أحد المعايير الأربعة الآتية:²

- تمثيل القروض المعدومة بنسبة تزيد عن 10% من إجمالي القروض.
- تشكل تكلفة عملية الإنقاذ المصرفي بنسبة لا تقل عن 2% من الناتج المحلي الإجمالي.
- حدوث بعض حالات التأميم المصرفي.
- حدوث حالة الذعر البنكي، وما تتخذه الحكومة من تدابير طارئة مثل تجميد الودائع وتعطيل العمل بالبنوك لبعض الأيام أو فرض نظام عام لتأمين الودائع.

وفي هذا الصدد فقد تأكد عدد من الدراسات على أهمية مستوى القروض المعدومة في التعبير عن الأزمات المصرفية، حيث ترى جانب أصول البنك وتحديدًا جودتها في المؤشر الأساسي لحدوث مثل هذا النوع من الأزمات وهذا ما أكدته دراسة (Kamnsky Reinhart) في سنة 2006³.

¹ كريستيان ملدر، "عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل"، مجلة التمويل والتنمية،

المجلد 39، عدد 4 (صندوق النقد الدولي)، ديسمبر 2002، ص: 6.

² علياء بسيوني، مرجع سابق، ص: 12.

³ علياء بسيوني، مرجع سابق، ص: 12.

وتقبل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقت أطول من أزمات العملة ولها آثار أشد على النشاط الاقتصادي، وقد كانت هذه الأزمات نادرة في الخمسينات والستينات من القرن العشرين سبب القيود مع رأس المال والتحويل ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ سبعينات القرن ذاته وتحدث بالتراكم مع أزمات العملة¹.

ويمكن التمييز بين نوعين من الأزمات المصرفية:²

- الأولى تتمثل في الأزمة المصرفية العادية التي قد تتهز فيها قدرة بعض المصارف عن الوفاء بالتزاماتها، وتتأثر ملاءمتها نتيجة لزيادة الأصول المتعثرة مما يؤدي إلى تآكل قاعدتها الرأسمالية.
- الثانية الأزمة المصرفية المنظومية، أين يصاب النظام المصرفي بالشكل الكامل وتدفع حتى البنوك السليمة إلى إقفال أبوابها، ولعدم إمكانية التمييز بين البنوك السليمة والضعيفة سبب عدم وضوح المعلومات، فإن الموزعين يتجهون إلى سحب نقودهم مهما كانت حالة البنك وهو ما سبب زعر مالي.

ثالثاً: أزمة الديون

تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة أو يحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.³

ومن أمثلة ذلك أزمة المديونية لسنة 1982 في بلدان أمريكا اللاتينية، ويؤكد الخبراء الاقتصاديون أنه لو استخدمت الدول المدينة التي اقترضت خلال السبعينات الكمية لاستطاعت أن تتجاوز العاصفة الانكماشية التي حدثت في أوائل الثمانينات، لكن الذي حدث هو أن الدول النامية اقترضت دون دراسة كافية لما يحيط بالقرض أي ظروف القرض مثل شروط واستخدامات القرض وعدم احترام معايير الاحتباس المالي والقدرة على الوفاء، وقد كان معدل سرعة نمو الإئتمان الدولي قد وصل إلى حوالي 28% سنوياً خلال الفترة ما بين 1973 و1982.⁴

¹ بوعون بجاوي نصيرة، "الأزمات المالية العالمية وضرورة إصلاح صندوق الدولي"، Page pleines، الجزائر، 2011، ص 18.

² نادية العقون، مرجع سابق، ص ص: 8-9.

³ بوعون بجاوي نصيرة، مرجع سابق، ص: 18.

⁴ عبد سعيد عبد إسماعيل، أزمة المديونية الأجنبية في العالم الإسلامي أسبابها، انتشارها ووسائل علاجها، دار ابن حزم، 1996، ط 1، ص ص:

رابعاً: أزمة أسواق المال

السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق المالية، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه¹.

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهم على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انخيار أسعار الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور، فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى، سواء في نفس القطاع، أو القطاعات الأخرى².

هناك العديد من الأسباب وراء هبوط الأسواق، وتراجع الأسواق فيها، سواء كانت فترات تصحيح، أم ركود وهبوط في الأسعار، ومن الضروري لأي مستثمر في البورصة معرفة الأسباب التي تكمن وراء هبوط أسواق المال، ليعرف متى يتخذ قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ ومن بين هذه الأسباب³:

- ✓ خروج الإستثمار الأجنبي؛
- ✓ ارتفاع أسعار الفائدة المصرفية؛
- ✓ أسباب متعلقة بأداء الاقتصاد الكلي كتراجع معدلات النمو.

خامساً: الأزمة المالية التوأم

تولّد شكل جديد من الأزمات المالية لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية هي الأزمات المالية التوأم، وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضاربة حادة على العملة الوطنية وموجة من حالة الإفلاس والضعف في

¹ وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل لنشر والتوزيع، ط1، 2009، ص: 16.

² أحمد محمد أبو طه، الأزمات الاقتصادية، أسبابها وآثارها على الفرد والمجتمع ومواجهتها في العصر الحديث، مكتبة الوفاء القانونية، ط1، 2016، ص: 76.

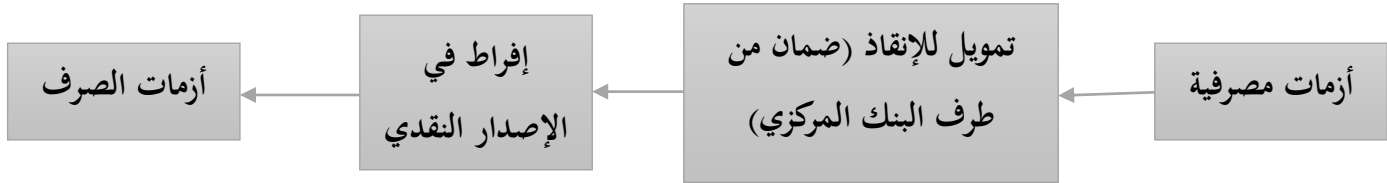
³ منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، 2007، ص: 43، 44.

البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى.

لقد كانت هذه الأزمات سائدة خلال الفترة (1977-1998)، فمثلا عرفت أندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلندا تزامنا بين أزمات الصرف والأزمات المصرفية، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى ثلاث وجهات نظر في تفسير هذا التزامن بين أزمات الصرف والأزمات المصرفية، حيث تؤكد وجهة النظر الأولى أنّ الأزمات المصرفية وأزمات الصرف تكون متزامنة ولها نفس الأسباب. أما وجهة النظر الثانية فتري أن الأزمة المصرفية تتبعها أزمة الصرف، أما وفق النظرة الثالثة فإن أزمة الصرف تتبعها أزمة مصرفية في أغلب الأحيان، لكن وفق التحليل الإحصائي للأزمات المالية الذي تمّ من طرف كل من: (Kaminsky Reinhait 1999) و (Eichengreen Arjeta, 2000) فإن الأزمات المصرفية تستبق في الكثير من الأحيان أزمات العملة.¹

الشكل التالي يوضح الأزمة المصرفية كسبب مفجر لأزمة العملة وفقا لنموذج (Veljsco). (1987)

الشكل رقم (01): الأزمة المصرفية كسبب مفجر لأزمة العملة وفقا لنموذج (Veljsco) (1987)



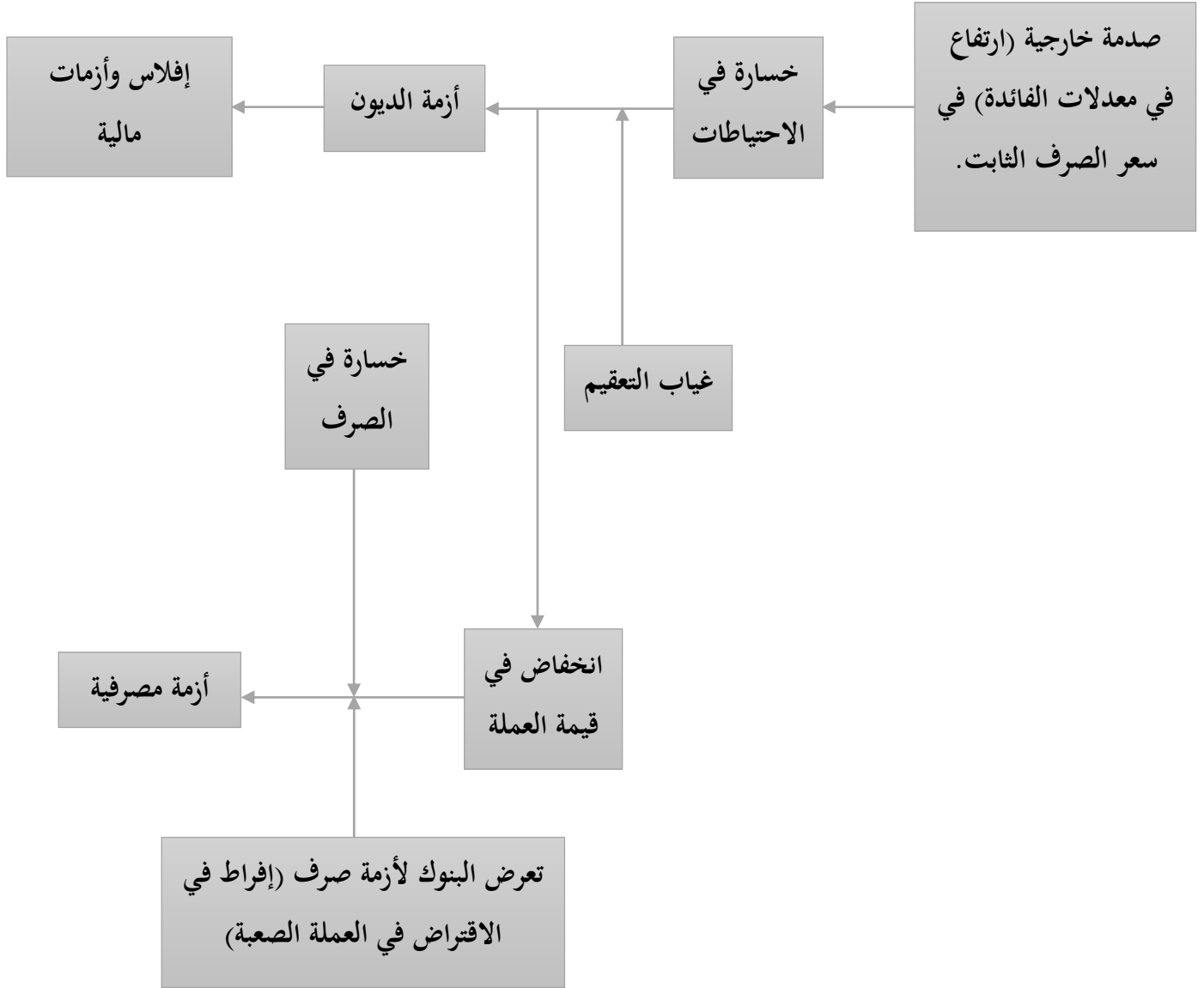
المصدر: نادية العقون، "العملة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013، ص 14.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن الأزمات المصرفية تتحول إلى أزمات الصرف وذلك من خلال قيام البنك المركزي بتمويل لأجل الانقاذ مما يؤدي إلى إفراط في الإصدار النقدي.

والشكل التالي يوضح أزمة العملة كسبب مفجر للأزمة المصرفية وفقا لنموذج (Stokan) (1994):

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص ص: 13-14.

الشكل رقم (02): أزمة العملة كسبب مفجر للأزمة المصرفية وفقا لنموذج (Stokan) (1994)



المصدر: نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013، ص14.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن أزمة العملة قد تتحول إلى أزمة مصرفية وهذا وفقا لنموذج (Stokan)، حيث يؤدي الانخفاض في قيمة العملة إلى أزمة مصرفية وتعرض البنوك لأزمة صرف (إفراط في الاقتراض في العملة الصعبة).

المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية

هناك عدة أسباب أدت إلى إحداث معظم الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي، منها ما يتعلق بالاختلافات على المستوى الكلي، ومنها ما يتعلق بالاختلال على المستوى الجزئي واضطرابات القطاع المالي وضعفه، وعدم ملائمة نظام الصرف الأجنبي¹ ويمكن حصر هذه الأسباب في النقاط التالية:

أولاً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي.

ثانياً: اضطرابات القطاع المالي.

ثالثاً: تشوه نظام الحوافز.

رابعاً: سياسة سعر الصرف.

أولاً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي

1- تقلبات شروط التبادل التجاري

إنّ أحد أهم مصادر الأزمات المالية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة. وشكّل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.

2- التقلبات في أسعار الفائدة

تعتبر التقلبات الكبيرة في أسعار الفائدة العالمية أحد أهم العناصر المسببة للأزمات المالية وخاصة في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض، بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها ويقدر ما بين (50-67)% من

¹ يوسف علي عبد الأسدي، حسين جواد كاظم، "تحليل ظاهرة الأزمات المالية وسبل الإحاطة منها، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية"، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي، الجزء الثاني، عمان، ص: 31، 32، 33، 34.

تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينيات، كان سببها التقلبات في أسعار الفائدة عالميا.

3- التقلبات في أسعار الصرف وارتفاع معدلات التضخم

تعتبر التقلبات في أسعار الصرف مصدرا من مصادر الإضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا وغير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية.

وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أنّ 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أيّ إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، وبعد وقوع الأزمات المالية حدث ارتفاع حاد في أسعار الصرف المتدنية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما على المستوى الاقتصادي الجزئي، فالتقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي، كما أن هناك آثار سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

ثانيا: اضطرابات القطاع المالي

شكّل التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانخيار سوق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سيسبق حدوث الأزمات المالية وكذلك الإنفتاح التجاري والاقتصادي والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانطلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الإقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد، فمن ناحية، يؤدي التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري، كما كانت انتكاسة سوق الأوراق المالية هي القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية في الدول النامية، وينعكس ضعف القطاع المالي أساسا فيما يلي:

1- تراخي سياسة الإقراض وعدم تلاءم أصول وخصوم المصارف

يؤديّ التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، وعندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتا، مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج، وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الاستحقاق.

2- تحرر مالي غير وقائي

إنّ التحرير المتسارع، غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة، وعموما فإن تجارب الدول النامية دلّت على اضطرابات في أسعار الفائدة المحلية بعد انتهاج أسلوب التحرر المالي.

و يترافق ذلك أيضا مع التوسع في منح الائتمان والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة خصوصا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية.

إنّ التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للبنوك والقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في البنوك تقييمها والتعامل معها بحذر كما أن التحرر المالي يعني دخول بنوك أخرى إلى السوق المالي مما يزيد الضغوط التنافسية على البنوك المحلية، وبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرر المالي، فإن البنوك قد لا تتوفر لها الموارد أو الخيارات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة.

3- تدخل الدولة في تخفيض الائتمان

من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول كان الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية خصوصا عملية تخصيص القروض الائتمانية، وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على القطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.

4- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي

تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة البنك الائتمانية، كما تعاني من الضعف القانوني السائد للعمليات البنكية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأس المال للبنك.

كما يؤدي نقص الرقابة إلى التقييم غير الدقيق وغير الكافي للمخاطر الائتمانية وتركيز المخاطر في مجال واحد كالتوسع في منح القروض العقارية والاستهلاكية، كما حدث في الأزمة المالية في كوريا الجنوبية، ويظهر التقييم التاريخي للأزمات المالية أن التنظيم والرقابة يأتیان دائما بعد حدوث الأزمة، والملاحظ أيضا التراجع عن تلك الإجراءات التنظيمية بمجرد زوال حدة الأزمة مما أدى إلى تكرار الأزمات وبالتالي عدم وجود وقاية حقيقية، وفي معظم الأحوال تتم معالجة الجوانب الفنية المسببة للأزمة وجاهل الجانب الهيكلي والتنظيمي.

ثالثا: تشوه نظام الحوافز

إنّ ملاك البنوك والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي يساهمون في حدوثها، فلا يتم مثلا إخفاء خدماتهم أو تميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمّل البنك مخاطر زائدة عن قدرته، ومن ناحية أخرى فقد دلّت التجارب المالية أيضا على أنّ الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأنّ عملية تعديل هيكل البنك وتدوير المناصب الإدارية لم ينجح في تفادي حدوث الأزمات، أو في الحد من آثارها، لأنّ نفس الفريق الإداري ظلّ في مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغيير حقيقي في الإدارة، وفي طريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، كما أنّ الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في إخفاء الديون المعدومة للبنك لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية، وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.

رابعا: سياسات سعر الصرف

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت عرضة أكثر للصدمات الخارجية، فمثلا في ظلّ هذا النظام يصعب على السلطات النقدية القيام بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية،

حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات لنقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي، وحدثت أزمة العملة، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من الضغوط تفاقم الأزمة على القطاع المصرفي، وفي المقابل وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سيؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة، وإلى زيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة وأصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.

المطلب الرابع: عدوى الأزمات المالية وقنوات انتقالها

الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي تشكل عدوى قاتلة تهدده وتهدد حتى أكبر المؤسسات المالية العالمية، إذ يجب معرفة مفهومها نماذجها وقنوات انتقالها، ويمكن ما سبق في النقاط التالية:

أولاً: مفهوم عدوى الأزمات المالية

ثانياً: نماذج العدوى المالية

ثالثاً: قنوات انتقال الأزمات المالية

أولاً : مفهوم عدوى الأزمات المالية

ليس لظاهرة العدوى مفهوم محدد متفق عليه ووفقاً للمفهوم الذي قدمه (Pierre Cailleteau. F) (Eduburdvidon)، فإن مصطلح العدوى يعني "أن أزمة أو هجمة مضاربة في سوق ما يزيد بشكل مهم من احتمال الضغوطات في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أيضاً أن يؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة".¹

ثانياً: نماذج العدوى المالية

هناك أربعة نماذج للعدوى المالية تتعلق بإمكانية التنبؤ بالأزمات وكيفية منعها أو الوقاية منها، والجدول التالي يوضح ذلك:

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص: 75.

الجدول رقم (01): نماذج العدوى المالية التي تتعلق بإمكانية التنبؤ بالأزمات وكيفية منعها أو الوقاية منها

إمكانية منع حدوث الأزمة	إمكانية التنبؤ بالأزمة	آليات التحول في الأزمة المعدية
ضعيف	جيد	✓ نموذج الروابط الاقتصادية تؤثر الأزمة في الدول الأولى على الأساسيات في الدول الأخرى.
جيد	معتل	✓ نموذج الوعي المتزايد تكشف الأزمة في الدول الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول الأخرى.
ضعيف	جيد	✓ نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية تقوى الأزمة في الدول الأولى وحدة النقد الأساسية للمستثمر.
معتل	ضعيف	✓ نموذج سلوك القطيع الأزمة في الدول الأولى تسبب سلوك القطيع بواسطة المستثمرين.

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وامكانات التحكم عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي الاسكندرية ، 2003، ص 34.

يقدم الجدول السابق أربعة نماذج للعدوى المالية وإمكانية التنبؤ بالأزمات وكيفية منعها أو الوقاية منها:

1. نموذج الروابط الاقتصادية

إنّ الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكشنة تجاريا أو غير متقدمة وذلك بتغير أساسيات الاقتصاد بها، وهذا بالضرورة يمثل حالة خاصة في تفسير الصدمة أو الهزة المشتركة الناتجة عن أزمات تحدث في العديد من البلدان، حيث قدّم هذا الشكل من النموذج كل من: (Gerlachad Smets 1994) و (Huhard Kasac 1997)، والمثال على ذلك تخفيض قيمة العملة الإجباري الذي يؤثر على

شروط التجارة بين الدول حيث يسهل التنبؤ بالأزمات التي تحدث في الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى لأن نماذج التجارة بطيئة التغير إلى حد ما، وليس هناك وضوح في موقف الدول لمنع وقوع الأزمات.

2. نموذج زيادة الوعي

يربط الفجوات المعلوماتية بالأسس الاقتصادية الضعيفة الثابتة، وهنا يفترض بأن البيانات وتحليل الأسواق الفردية التي برزت حديثا إما هي بيانات وتحليلات ضعيفة المستوى أو رفيعة المستوى يمكن الاستفادة منها من جانب المستثمرين، ولأنها أسواق لا يمكن أن تجمع البيانات ذات الصلة بجميع الدول، فإن المستثمرين على اختلاف قدراتهم يركزون على القليل من هذه الأسواق.

وعندما تقع هذه الدول في مشاكل فإن المستثمرين يتحولون بأنظارهم إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع أوراقهم المالية، وأنه في عالم يتزايد فيه الوعي فإن الدول التي تمر بأزمات مالية عادة ما تكون البيئة الأساسية فيها ضعيفة، ومن ثم نجد الدول التي تمر بمشاكل تشبه مشاكل الدول التي تمر بالأزمة هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد للبيانات وكذلك الإبلاغ عنها بشكل سليم يمكن أن يقلل من الإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات وتحسين السياسات التي قد يكون لها تأثيرها الفاعل.

3. نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية

نجد أن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة بحاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تحديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة، وهنا يجد هؤلاء أنفسهم يتجاربون مع بيع أصول الدول الأخرى الداخلة في الأوراق المالية وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول، وبقدر ما يستطيع مديرو الأوراق المالية تجميع وتصنيف الدول في شكل سندات وأوراق تجارية طبقا لموقع هذه الدول الجغرافي بقدر ما تكون إمكانية التنبؤ بهذا النوع من العدوى على مستوى جيد والأكثر عرضة لهذا النوع من العدوى دول تعاني من ديون خارجية كثيرة.

4. نموذج سلوك القطيع

إنّ الأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، وغالبا ما يكون هذا السلوك ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات والشفافية تدفعهم إلى إتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض، أن الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة بمبدأ الاستيقاظ (Wake Up Call) يكفي أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين

وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين في البلدان الأخرى، ومن هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدي إلى انتشار الأزمة.

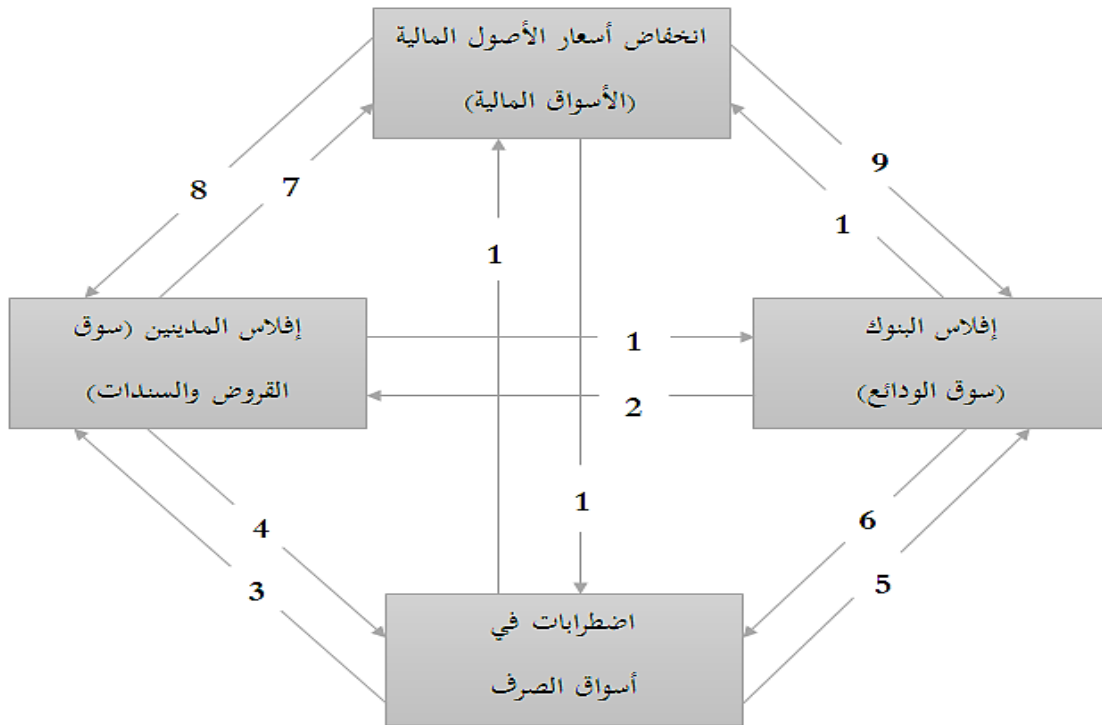
ثالثاً: قنوات انتقال الأزمات المالية

توجد مجموعة من القنوات تساهم في انتقال الأزمة، فقد تنتشر من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام الأخرى، كما يمكن أن تتسع لتشمل دول أخرى، أن القنوات التي تنتقل من خلالها الأزمات المالية بين الدول أصبحت أقوى انطلاقاً من ذي قبل، ويرجع ذلك أساساً إلى قوة التكامل المالي في ظل العولمة المالية¹.

1-الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

إنّ الأزمة يمكن أن تنتقل بين الأسواق عبر قنوات انتشار يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم (03): قنوات انتشار الأزمة المالية



المصدر: كمال رزيق، حسين توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص: 12.

¹ توفيق خير الدين خليفة خير الله، "العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية رؤية شرعية اقتصادية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2015، ص: 285.

يوضح هذا الشكل مختلف قنوات انتقال الأزمة المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد وذلك على النحو التالي:

- ✓ **القناة الأولى:** تمثل قناة انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلبا احتمال إفلاسها.
- ✓ **القناة الثانية:** توضح الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدنيين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.
- ✓ **القناة الثالثة:** أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.
- ✓ **القناة الرابعة:** إفلاس المدنيين من شأنه أن يحدث تخوف لدى المستثمرين بالأخص المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كمية البيع الكبيرة المعروضة.
- ✓ **القناة الخامسة:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف وهو ما يؤدي إلى أزمة مصرفية لدى البنوك.
- ✓ **القناة السادسة:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي إلى تسجيل خسائر في الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.
- ✓ **القناة السابعة والثامنة:** تمثل القناتين الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى الأزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.
- ✓ **القناة التاسعة والعاشر:** وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق المال إلى أسواق الودائع والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، كما أن البنوك في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رصمة السوق المالية، فقد تضطر بعض البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي ما ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم وبالتالي حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي.

✓ القناة الحادية عشر: قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي وحصولهم على السيولة مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.

✓ القناة الثانية عشر: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة والذي ينجم عنه انخفاض في أسعار الأصول المالية في السوق المالي.

2- الانتقال من دولة إلى دولة أخرى

تنتقل الأزمة المالية من دولة إلى دولة أخرى عبر القنوات التالية:¹

- الإتفاقيات التجارية وما ينجم عنها من ضغوطات على سعر الصرف.
- الإنخفاض السريع والمضر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما الذي يدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلباً على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان.
- وجود علاقات وروابط مالية بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى انتشار الانعكاسات السلبية.
- انتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

¹ محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقة، 2011-2012، ص: 72.

المبحث الثاني: التطور التاريخي للأزمات المالية

عرف العالم العديد من الأزمات المالية التي كان لها آثار سلبية على مجمل الاقتصاد العالمي، وقد تضاعفت بشكل مذهل مع نهاية ثمانينيات القرن العشرين، وتعددت أسبابها وآثارها، وسيتم التطرق لهذا المبحث من خلال المطالب التالية:

- الأزمات المالية في الاقتصاديات المتقدمة.

- الأزمة المالية الآسيوية.

- أزمات الدول النامية.

المطلب الأول: الأزمات المالية في الدول المتقدمة

تعرضت الاقتصادات المتقدمة وعلى وجه الخصوص الولايات المتحدة الأمريكية للعديد من الأزمات المالية منذ القرن التاسع عشر، وكان أعنفها أزمة الكساد الكبير 1929، حيث لاتزال إلى اليوم تشكّل بالنسبة للبعض لغز الألغاز.

وسيتم تناول هذا المطلب من خلال النقاط التالية:

أولاً: أزمة ما قبل 1929.

ثانياً: أزمة الكساد الكبير 1929.

ثالثاً: أزمة أكتوبر 1987.

أولاً: أزمة ما قبل 1929

ما بين 1816-1920 كثرت الأزمات في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وفرنسا وحتى ألمانيا،

والجدول التالي يبين أهم هذه الأزمات وخصائصها:

الجدول رقم (02): أزمات ما قبل 1929

الأزمة	الخصائص
1816-1817 إنجلترا	إفلاس، بطالة، انهيار الأسعار، تدني الأجور.
1825-1826 إنجلترا	أزمة مصرفية، أزمة البورصة، زيادة الإنتاج الصناعي، استياء العمال.
1836-1839 إنجلترا - الولايات المتحدة الأمريكية	أزمة مالية، إفلاس، بطالة، هبوط أسعار القطن، صراعات اجتماعية.
1847-1848 إنجلترا - فرنسا	أزمة مالية، انخفاض في الإنتاج الزراعي، رعب بنكي، صراع اجتماعي، اضطراب سياسي.
1857 الولايات المتحدة الأمريكية	أزمة سوق المال، إفلاس البنوك، انهيار صناعي، انتقال الأزمة بسرعة إلى إنجلترا، فرنسا وألمانيا.
1866 إنجلترا - فرنسا	أزمة مصرفية، إفلاس، بطالة، انهيار الأجور.
1873	أزمة ألمانيا والنمسا، أزمة البورصة في ألمانيا وفرنسا، أزمة مصرفية في الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا، بحسب المؤرخين الاقتصاديين دخل الاقتصاد في أزمة اقتصادية كبيرة (1873-1896).
1882-1884	إفلاس البنوك في فرنسا، أزمة بورصة، انخفاض الإنتاج، البطالة في فرنسا وإنجلترا.
1890-1903 إنجلترا	أزمة بنكية، انكماش طويل، انتقال الأزمة إلى فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية.
1907 الولايات المتحدة الأمريكية	إفلاس البنوك، أزمة البورصة والصناعة، بطالة، انخفاض الأجور، مست كذلك ألمانيا وفرنسا.
1913 ألمانيا وفرنسا	هبوط في الإنتاج في المرحلة التي سبقت الحرب العالمية الأولى.

Source: Pierre Robert, Croissance et crises, analyse économique et historique, Pearson Education, France, 2010, p p: 121, 122, 123.

ثانيا: أزمة الكساد الكبير 1929

تعد أزمة 1929 أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثرا، والتي انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية لتنتشر بعدها إلى البلدان الصناعية الأخرى.

1- أسباب أزمة 1929

يرجع انهيار البورصة الأمريكية إلى عدة أسباب أهمها:¹

✓ المضاربة الحادة، وقد تجلت هذه الأخيرة في قطاع العقارات، حيث تضاعف شراء العقارات في فلوريدا، حيث أدى ذلك إلى ارتفاع الأسعار بشكل سريع وفي سنة 1926 اجتاحت فلوريدا إعصارات ولم تعد هذه الأماكن مرغوب فيها، مما دفع بالجميع إلى الاتجاه إلى البورصة، حيث كان حوالي 2% من الشعب الأمريكي يملك أسهم وسندات في البورصة، وقد بلغ تصاعد الأسهم ما بين جويلية 1928 وسبتمبر 1929 حوالي 56% في بورصة نيويورك.

✓ وفرة الادخار وسهولة التسليف.

✓ إنشاء وتأسيس الشركات الاستثمارية (1927، 1929).

✓ تسامح السلطات النقدية الأمريكية، خاصة وان قيام بنك الاحتياطي الفدرالي يرفع معدل الخصم من 5% إلى 6% في أوت 1929.

✓ تطور الأرباح قبل أكتوبر 1929.

✓ ارتفاع معدلات الفائدة في ربيع 1929.

عرف هذا اليوم بالثلاثاء الأسود، حيث انخفض معدل داوجنز الصناعي بـ 38 نقطة وكانت النسبة المئوية للانخفاض 12.8%، وعليه بدأ المستثمرون في بيع أسهمهم بغزارة مما أدى إلى تعطيل أجهزة الاتصالات، وخلال يومين فقد مؤشر داوجنز الصناعي 23% من قيمته²، وهذا يوم الخميس 24 أكتوبر 1929 في بورصة نيويورك بعدما طرح 13 مليون سهم في السوق³. لكن الأسعار انهارت بسبب غياب مشتريين، وانتشر الذعر وهرع

¹ دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص: 29، 30، 31، 33.

² علي عبد الفتاح أبو شرار، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة، اليازوري"، عمان، 2011-2012، ص 98.

³ زينب صالح الأشوح، "الأزمة الاقتصادية العالمية"، دار الكتب المصرية، 2010، ص: 202.

المستثمرون والفضوليين إلى البورصة، فحين بدأ الوسطاء البيع بكثافة، قرابة ظهر ذلك اليوم خسر مؤشر داوجنز 6.22% من قيمته، وبعد ساعات قليلة وجد آلاف المساهمين أنفسهم مفلسين.¹

والجدول التالي يبين تسعير الأسهم في بورصة نيويورك من شهر جوان إلى شهر ديسمبر 1929.

الجدول رقم (03): تسعير الأسهم في بورصة نيويورك

ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جوان	1929
147	145	194	216	210	203	191	

Source: Philipp Gilles, histoire des crises et des cycles économique, p: 159.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن تسعير الأسهم قد بدأ في الإرتفاع في شهر جوان ليعرف انخفاضا في شهر أكتوبر، ونوفمبر وديسمبر.

2- النتائج المترتبة عن أزمة 1929

بالمقارنة مع الأزمات السابقة تميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية:

- تسببت في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله.²
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا.
- عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، حيث أغلق ما بين 1929 و 1933 حوالي 2500 بنك وانكمش الائتمان المصرفي بمقدار الثلث وهبطت سوق الأوراق المالية بـ 75% من أعلى نقطة بلغت.³
- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في البنك المركزي لنيويورك إلى 2.6% في الفترة (1930، 1933) مقابل 5.2% سنة 1929، ففي بداية الأزمة كان الارتفاع في أسعار الفائدة ناجما عن تزايد الطلب على النقود لسداد القروض لكن مع استمرار الأزمة، انخفضت الطلبات على القروض بسبب زيادة عرض رؤوس الأموال.⁴

¹ بوعون يحياوي نصيرة، مرجع سابق، ص: 23.

² تشالز كولنيز، "الأزمة في عيون التاريخ"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008، ص: 19.

³ المرجع نفسه، ديسمبر 2008، ص: 19.

⁴ بوعون يحياوي نصيرة، مرجع سابق، ص: 23.

- حدوث تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول حيث انخفضت الليرة الإسترلينية بنسبة 30%¹.
- ارتفاع نسبة البطالة، والجدول التالي يبين ارتفاعها في عدة دول في الفترة بين 1929 و1933.

الجدول رقم (04): نسبة البطالة خلال الفترة 1929-1933

الولايات المتحدة الأمريكية	المملكة المتحدة	النمسا	ألمانيا	كندا
1929	3.1	7.2	5.5	2.9
1930	8.7	11.1	7	9.1
1931	15.2	14.8	9.7	11.6
1932	22.3	15.3	13.7	17.6
1933	20.5	11.9	16.3	14.8

Source: Philipp Gilles, histoire des crises et des cycles économique, p: 169.

نلاحظ من خلال هذا الجدول ارتفاع معدلات البطالة ابتداء من سنة 1929، حيث بلغت ذروتها سنة 1932 في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة والنمسا وألمانيا وكندا.

ثالثاً: أزمة أكتوبر 1987

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين الأسود، وذلك بخلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل وأيضاً في سوق العقود المستقبلية. وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، وانتهى الأمر بهبوط الأسعار في السوقين. أما رد فعل السوقين فقد اختلف باختلاف أنظمة العمل في كل منهما².

1- أسباب أزمة أكتوبر 1987

يمكن حصر الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة فيما يلي:³

¹ دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص: 41.

² مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4، 2010، ص ص: 200، 201.

³ دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص ص: 81، 82، 83.

- اتساع عجز الميزانية الأمريكية (150 مليار دولار عام 1986)، وكان على الولايات المتحدة الأمريكية إنّ تقدّم مكافآت لجذب المكتتبين في سندات الخزينة لتمويل عجز الميزانية من خلال رفع أسعار الفائدة لأجل قصير ولأجل طويل.
- الاختلال في وول ستريت بين تطور أسعار السندات وتطور سعر السهم، حيث هبط سعر السندات بشكل كبير مع ارتفاع معدلات الفائدة الذي قلل من جاذبية الأسهم القديمة نسبيا إلى السندات الجديدة الصادرة في السوق. زاد مردودها فأصبح أعلى بكثير من مردود الأسهم، وقد اختار المستثمرون المؤسساتيون السندات بدلا من الأسهم.
- نشر نتائج التجارة الخارجية الأمريكية يوم الأربعاء 14 أكتوبر، وتبيّن أن العجز أكبر مما كان متوقّبا، فلم يكن مرتقبا في السوق، وترجم انخفاض في الدولار بسبب زيادة في معدل تدخل النظام الاحتياطي الفدرالي.
- الاختلاف بين السياسة الاقتصادية الأمريكية والسياسة الاقتصادية لألمانيا الاتحادية وهو خلاف قديم، لكنه ظهر فجأة مع تصريح جيمس بيكر، سكرتير الخزينة الأمريكية، يوم السبت 17 أكتوبر. فقد هدد بيكر خفض الدولار كرد على زيادة معدلات تدخل المصرف الألماني المركزي (Bundes Bank) من 3.5% إلى 3.85% في صيف 1987. وهي زيادة مناقضة لاتفاقية اللوفر. وقد أساء الإحلال بهذا الاتفاق بكثير إلى ثقة المستثمرين.
- خطط البيع المدعومة آليا (كمبيوتر)، يعزى إليها 3/2 انخفاض في الأسعار يوم الاثنين 19 أكتوبر في وول ستريت.
- وقد أدى اتساع هذا الانخفاض إلى كثافة مبيعات المضاربين، حيث سارع المستثمرون إلى التخلص من أصولهم المالية المحورة بالدولار، وهو ما ساهم في زيادة عرض الأصول المالية -خاصة الأسهم- ومنه انخيار أسعارها.¹

2- نتائج أزمة أكتوبر 1987

من أهم نتائج الأزمة ما يلي:²

- انخفاض في أسعار الأسهم وانخيار مؤشرات دارجونز ونيكاي وفاينينشال تايمز.
- قيام التركات بإصدار السندات التي ساعدتها بالتمويل، وحدوث انكماش واضح في استثماراتها وإنتاجها.

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص: 94.

² وليد أحمد صافي، الأزمة المالية العالمية 2008، طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، جامعة خميس مليانة 5-6 ماي 2009، ص: 9.

– تعرض البنوك إلى الإفلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين على تسديد ما بذمتهم من قروض لتلك البنوك.

– زيادة أعداد العاطلين عن العمل وخصوصا العاملين في البنوك والمؤسسات المالية.

– تأثر البلدان والبنوك المركزية بانخفاض قيمة الدولار خاصة البلدان النفطية.

3- أشكال تدخل السلطات النقدية لحل الأزمة

من أهم أشكال هذا التدخل:¹

– إيقاف العمليات الجارية على مؤشر البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية.

– إقفال عرضي لسوق العيّنات المتداولة في باريس.

– إقفال بورصة هونغ كونغ لمدة أسبوع.

– تأخير بعض التحويلات في القطاع العام إلى القطاع الخاص في فرنسا وبريطانيا.

– تخفيض معدلات الفائدة.

– توفير السيولة اللازمة للنظام المالي.

– إعلان الحكومة الأمريكية عن إجراءات تخفيض عجز الموازنة أو سحب أموال الدولة من السوق الإلزامي.

– تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء، شراء المصارف المركزية في الولايات المتحدة

الأمريكية، اليابان، فرنسا، ألمانيا، وبريطانيا لكميات كبيرة من الأوراق المالية في السوق النقدية.

المطلب الثاني: الأزمة المالية الآسيوية

أطلق على دول جنوب شرق آسيا لفظ "المعجزة" وذلك نتيجة للتطور الاقتصادي الذي حققته خلال نصف قرن منذ الحرب العالمية الثانية، حيث حققت نجاحا مبهرًا بين دول العالم، وعلى الرغم من الانجازات التي أذهلت العالم، إلا أن الأزمة جاءت لتعصف باقتصاداتها في بداية جويلية 1997 حيث تعدت نطاقها الإقليمي وباتت تشكل أزمة عالمية متعددة الأبعاد (صرف أجنبي، ديون مالية ومصرفية)، ولقد تميزت الأزمة الآسيوية بخصائص فريدة بالمقارنة بأي أزمة اقتصادية أخرى، ولعل أهم هذه الخصائص:

– أنها حدثت في أسرع مناطق العالم نموا.

¹ دانييل ارنولد، مرجع سابق، ص: 84-85.

– أنها حدثت بشكل مفاجئ وحاد وبدون أي تدرج.

– عدم قدرة احد على التنبؤ بحدوث الأزمة.

وسيتم تناول هذا المطلب من خلال النقاط التالية:

أولاً: أسباب الأزمة الآسيوية.

ثانياً: مراحل الأزمة الآسيوية.

ثالثاً: الإجراءات المتبعة لعلاج الأزمة.

أولاً: أسباب الأزمة¹

هناك عوامل عدة أسهمت في اندلاع الأزمة الآسيوية تتمثل في:

1- إتباع دول جنوب شرق آسيا نظام صرف ثابت

العامل الأساسي الذي ساعد مبدئياً على ظهور الأزمة هو تماشي أسعار الصرف لأغلب هذه العملات في خط مستقيم مع الدولار، أو مجموعة العملات التي يهيمن عليها الدولار، حيث أدى ذلك إلى ضعف المقدرة التنافسية لصادرات دول جنوب شرق آسيا.

إنّ هذا النظام أتاح بيئة مالية مستقرة مما شجع مصادر رأس المال الأجنبية على تقديم القروض والاستثمارات، إلا أنه كان له عيب رئيسي هو أنه كلما تغيرت قيمة الدولار كلما تغيرت قيمة هذه العملات بالنسبة للعملات الأخرى مثل الين الياباني الذي لم يكن يرتبط بالدولار.

وبدأت المشاكل في الظهور سنة 1996 عندما حادت قيم هذه العملات عن قيمتها السوقية السابق تحديدها، وفي حين كان الدولار يقتلع هذه العملات فإن بعض الدول واجهت صعوبات في إحداث توازن في حساباتها العالمية، فصادرات هذه الدول أصبحت باهظة، كما أن ضعف الين الياباني قلل من منافسة منتجاتهم للمنتجات اليابانية.

¹ Y. C. Jao, The Asian Financial Crisis and the Ordeal of Hong Kong, QUORUM BOOKS, London, 2001, p 16-23.

إن زيادة العجز في الميزان التجاري والحسابات الجارية فرض ضغوطا على أسعار الصرف، حيث أن انخفاض قيمة العملة يلقي بعبء إضافي على المقترضين المحليين الذين يدفعون ديونهم بالدولار، كما أنهم يواجهون ارتفاع تكاليف الديون التي تتماشى مع نسبة الخفض في قيمة العملة.

إن تخفيض سعر العملات الوطنية لتلك الدول وفك ارتباطها بالدولار دفع إلى زيادة عمليات المضاربة على قيمة العملات الوطنية وتزايدت عمليات تصفية الاستثمارات الأجنبية، الأمر الذي دفع تلك الدول في نهاية الأمر إلى تقويم عملاتها الوطنية وتخفيض قيمتها.

والجدول التالي يبين الانخفاض في قيمة معدلات العملات بين سنة 1997 و1998:

الجدول رقم (05): معدلات الانخفاض في قيمة العملات سنة 1997-1998 بالنسبة للدولار

العملات	2 جويلية 1997	نهاية سبتمبر 1998	معدل التغير % جويلية 1997 - سبتمبر 1998
البيزو - الفلبين	26.38	43.80	66.10
الروبية - أندونيسيا	2,341.92	10,638.30	354.30
الباهت - تايوان	24.40	38.99	59.80
الرنجيت - ماليزيا	2.57	3.80	47.80
الوان - كوريا الجنوبية	885.74	1,369.86	54.70

Source: Shalenara Sharma, The Asian financial crisis, crises reformation and recovery, Manchester University Press, Manchester and New York, 2003, p: 1.

نلاحظ من خلال هذا الجدول انخفاض معدلات في قيمة العملات لسنة 1997-1998 بالنسبة للدولار للدول الفلبين، أندونيسيا، تايوان، ماليزيا وكوريا الجنوبية، حيث كان معدل التغير جويلية 1997، سبتمبر 1998 بالنسبة للبيزو 66.10%، الروبية 354.30% والباهت 59.80%، الرنجيت الماليزي 47.80% والوان الكوري جنوبي 54.70%.

2- الإفراط في القروض الخارجية قصيرة الأجل

ظهرت المشاكل المالية في دول جنوب شرق آسيا أساسا على عمليات الإقراض والاقتراض التي تقوم بها البنوك وشركات الأموال في الاقتصاديات الآسيوية المضطربة، إذ توسعت هذه المصارف في الإقراض قصير الأجل

بالدولار خلال حقبة التسعينيات من القرن الماضي لتمويل عمليات التوسع في الاقتراض لضخ المزيد من السيولة للاستفادة من قروض سعر الفائدة بين تكلفة الاقتراض المنخفضة بالدولار وتكلفة الإقراض المرتفعة بالعملات الوطنية مما عرضها لخسارة كبيرة عندما حدث تخفيض كبير في أسعار صرف العملات الوطنية.

و الجدول التالي يبين حجم إجمالي القروض قصيرة الأجل خلال الفترة 1994-1999 في بعض دول الأزمة.

الجدول رقم (06): إجمالي القروض قصيرة الأجل خلال الفترة 1994-1999 في بعض دول الأزمة
(بليون دولار)

السنوات	تايلند		كوريا الجنوبية		ماليزيا		اندونيسيا	
	إجمالي القروض	القروض قصيرة الأجل	إجمالي القروض	القروض قصيرة الأجل	إجمالي القروض	القروض قصيرة الأجل	إجمالي القروض	القروض قصيرة الأجل
1994	49.6	31	89.9	38.5	12	6.6	107.8	19.5
1995	68.3	43.6	119.8	54.9	29.8	11.2	124.4	26
1996	77.6	45.7	157.4	75.9	34	14.4	128.9	32.2
1997	73.5	38.5	174.2	63.8	27.9	9.3	136.3	32.9
1998	58.1	24	163.8	39.6	37.1	7.7	151.3	20.1
1999	46.1	14.2	152.9	43.1	49.9	7.0	144.2	20

Source: Andrew Sheng, From Asian to Global Financial Crisis, An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, UK, 2009, pp:135, 172, 193, 246.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن إجمالي القروض الخارجية والقروض قصيرة الأجل في هذه الدول الأربعة: تايلند، كوريا الجنوبية، ماليزيا، أندونيسيا، في ارتفاع مستمر من سنة 1994 إلى سنة 1996 ليبدأ في الانخفاض خلال سنة الأزمة 1997.

لقد تم تمويل عجز حساب الجاري في موازين المدفوعات دول جنوب شرق آسيا من خلال الاقتراض من الخارج في شكل تدفقات رأسمالية داخلية قصيرة الأجل حيث مثل الجزء الأكبر منها أموال ساخنة (Hot Money) جاءت في لحظات الرواج والازدهار وخرجت على وجه السرعة عندما لاحت في الأفق بوادر الأزمة

وقد أدى ذلك إلى تحويل صافي تدفق القروض الخاصة من تدفق موجب نحو الداخل بلغ 62.7 بليون دولار سنة 1996 إلى صافي تدفق نحو الخارج بلغت قيمته 21.2 بليون دولار بعد الأزمة مما يعني أن حجم التدفقات التي عكست اتجاهها نحو الخارج بلغ 83.9 بليون دولار.

3- العجز في الميزان التجاري وموازن المدفوعات

حيث وصل العجز في ماليزيا إلى 4.6% في عامي (1996-1997) و 4.75% في كوريا الجنوبية خلال سنة 1995، وذلك نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، ولقد تحقق ذلك العجز بعد أن اعتادت تلك الدول طويلا تحقيق فوائض تجارية نتيجة لعوامل عدة:

- تراجع معدل الصادرات.

- زيادة معدل نمو الواردات.

- تزايد العجز في حساب الخدمات.

كما أدى تزايد عوائد الاستثمار المحولة إلى الخارج إلى تفاقم العجز في حساب الاستثمار وقد وصل حجم العجز في حساب الخدمات والاستثمار إلى نحو 26.8 بليون دولار في كل من تايلند، ماليزيا، واندونيسيا.

والجدول التالي يبين التغير الحقيقي في إجمالي الناتج المحلي سنة 1996، 1997، 1998.

الجدول رقم (07): التغيرات الحقيقية في إجمالي الإنتاج المحلي ما بين سنة (1996، 1997، 1998)

الدول	1996	1997	1998
اندونيسيا	8	4.5	-13.7
كوريا	6.8	5.0	-5.8
ماليزيا	8.6	7.5	-7.5
الفلبين	5.8	5.2	-0.5
سنغافورة	7.6	8.4	0.4
تايلند	5.5	-1.3	-10.0
الصين	9.6	8.8	7.8
هونغ كونغ	4.5	5.3	-5.1
تايبوان	5.7	6.8	4.8
اليابان	5	1.6	-2.5
الو.م.أ.	3.7	4.5	4.3

Source: Shalenara Sharma, The Asian financial crisis, crises reforman and recovery, Manchester University Press, Manchester and NewYork, p: 4.

نلاحظ من خلال هذا الجدول انخفاض في الإنتاج المحلي ما بين سنوات (1996، 1997، 1998)، حيث عرفت سنة 1998 انخفاضا حادا في الإنتاج المحلي فكانت (-13.7) بالنسبة لاندونيسيا و(-7.5) بالنسبة لكوريا، و (-10) بالنسبة لتايلند.

4- ضعف النظم المالية والرقابة المصرفية

اتصفت النظم المالية في معظم دول شرق آسيا بالعديد من جوانب الضعف التي أكسبتها هشاشة تجاه الأزمات المالية وذلك لعدة عوامل تتمثل في:

أ. عوامل تتعلق بالجهاز المصرفي

- ارتفاع ديون المصارف المحلية والمشاركة بالعملات الأجنبية.
- ارتفاع قروض المجاملة نتيجة الفساد والمحسوبية، إذ وصلت في تايلند إلى 20% سنة 1997 و 17% في اندونيسيا و 6% في كوريا وماليزيا.

ب. عوامل تتعلق بالهيكل التمويلية للوحدات المفترضة

لقد اتسمت الهياكل التمويلية بارتفاع نسب الرفع المالي (الديون، الأموال الخاصة) الأمر الذي جعلها أكثر تأثراً بالأزمة مما أدى إلى إفلاس العديد من الشركات في تلك الدول بسبب عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.

ج. عوامل تتعلق بالبنية التحتية وهيكل القطاع المالي

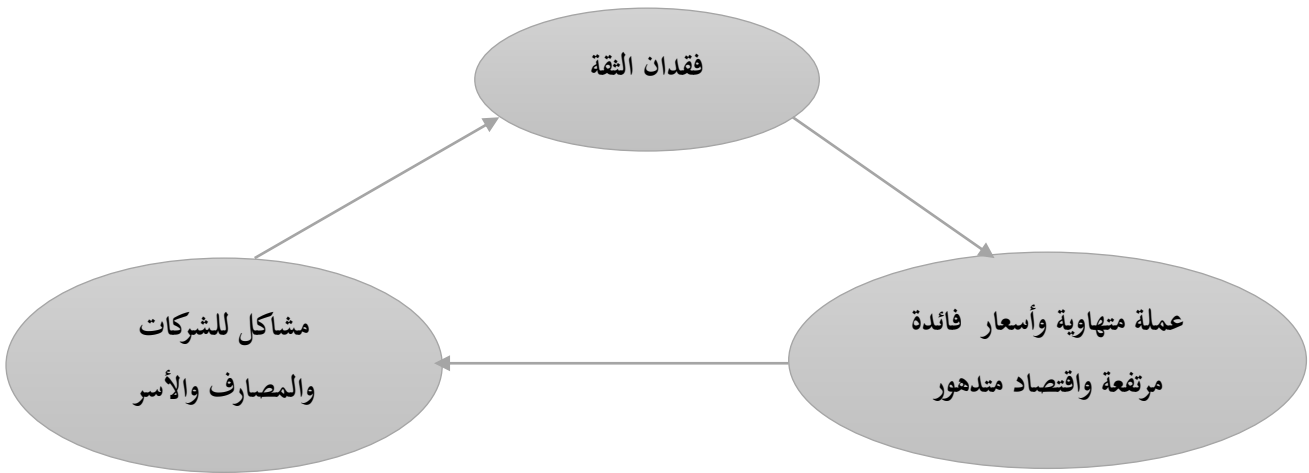
– ضعف وتدني نظم الإفصاح وتدفق المعلومات وغياب الشفافية في الأسواق المالية لكثير من دول شرق آسيا.

– إنّ النظم المالية لهذه الدول ظلت جامدة وخاضعة للتدخل الحكومي، وقد أدى التدخل الحكومي لدعم المؤسسات المالية الضعيفة والمعسرة في كل من اندونيسيا وماليزيا وتايلند، وتوجيه الائتمان من خلال البنوك في كوريا، إلى تفاقم المخاطر المعنوية نتيجة لوجود إدراك بوجود ضمانات حكومية ضمنية، الأمر الذي شجع تلك المؤسسات على الانخراط في أنشطة خطيرة غير محسوبة.

5- تزايد تدفق رؤوس الأموال إلى داخل دول شرق آسيا

وذلك بفعل عوامل متصلة بالبيئة المالية العالمية، والتي تمثلت في وجود فوائض مالية كبيرة تبحث عن فرص استثمارات مرتفعة الربحية، وتزامن ذلك مع تقييم المستثمرين لعنصر الخطر في دول شرق آسيا بأقل من حقيقته لاعتقادهم بقوة اقتصادات تلك الدول واستقرار قوة العملات الوطنية، وقد أدى ذلك إلى ارتفاع نسب المديونية بسرعة أكبر من الاحتياطات الدولية من الصرف الأجنبي، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الديون قصيرة الأجل إلى الاحتياطات الدولية من الصرف الأجنبي، إذ بلغت النسبة في كل من تايلند واندونيسيا وكوريا الجنوبية: (145.3%، 170.4%، 206%) على التوالي، وتشير تلك النسب إلى ضعف السيولة في اقتصادات هذه الدول نتيجة لضعف قدرتها على السداد لالتزاماتها قصيرة الأجل.

الشكل رقم (04): الحلقة المفرغة للأزمة المالية الآسيوية



المصدر: بول كروغمان، ترجمة هاني تايري، العودة إلى الكساد العظيم أزمة الاقتصاد العالمي، دار الكتاب العربي، بيروت لبنان، ص: 98.

يوضح الشكل كيف حدثت الأزمة وكيف تطورت، بدءاً من ضعف الثقة في عملة تايلند واقتصادها، هذه الثقة دفعت المستثمرين المحليين والأجانب إلى إخراج أموالهم من البلاد، كان لابد من تدني قيمة الباهت أدى بالمصرف المركزي إلى رفع أسعار الفائدة وإخراج الباهت من التداول، مما أوقع المؤسسات المالية والشركات في مصاعب مالية، بسبب الديون المقومة بالدولار وارتفاع تكلفة خدمة الدين، بالإضافة إلى وجود نظام معرفي عاجز، أدى بالشركات إلى تخفيض الإنفاق مما سبب ركود وهذا يدور أثراً سلباً على الأرباح وكانت النتيجة الحتمية لكل هذا الأداء الاقتصادي البيئي تعميق عدم الثقة ووقع الاقتصاد في حالة انهيار.

أزمة بنكية في اليابان



يوضح الشكل مراحل تطور الأزمة في دول جنوب شرق آسيا، فبسبب القطاع المالي الضعيف والاقتراض المتهور من القطاع العام والخاص بالإضافة للقروض المتهورة من البنوك والمقرضين الآخرين وضعف المراقبة عليهما أدى كل هذا إلى وقوع الدول والشركات في حالة إفلاس مما تسبب في رعب المستثمرين والدائنين، فقد أدت الأزمة إلى عدم استقرار أسعار الصرف أو انهيارها وارتفاع معدلات الفائدة وكذا انهيار الأصول والأسواق وكل هذا ساهم في انتشار العدوى وانكماش الاقتصاد.

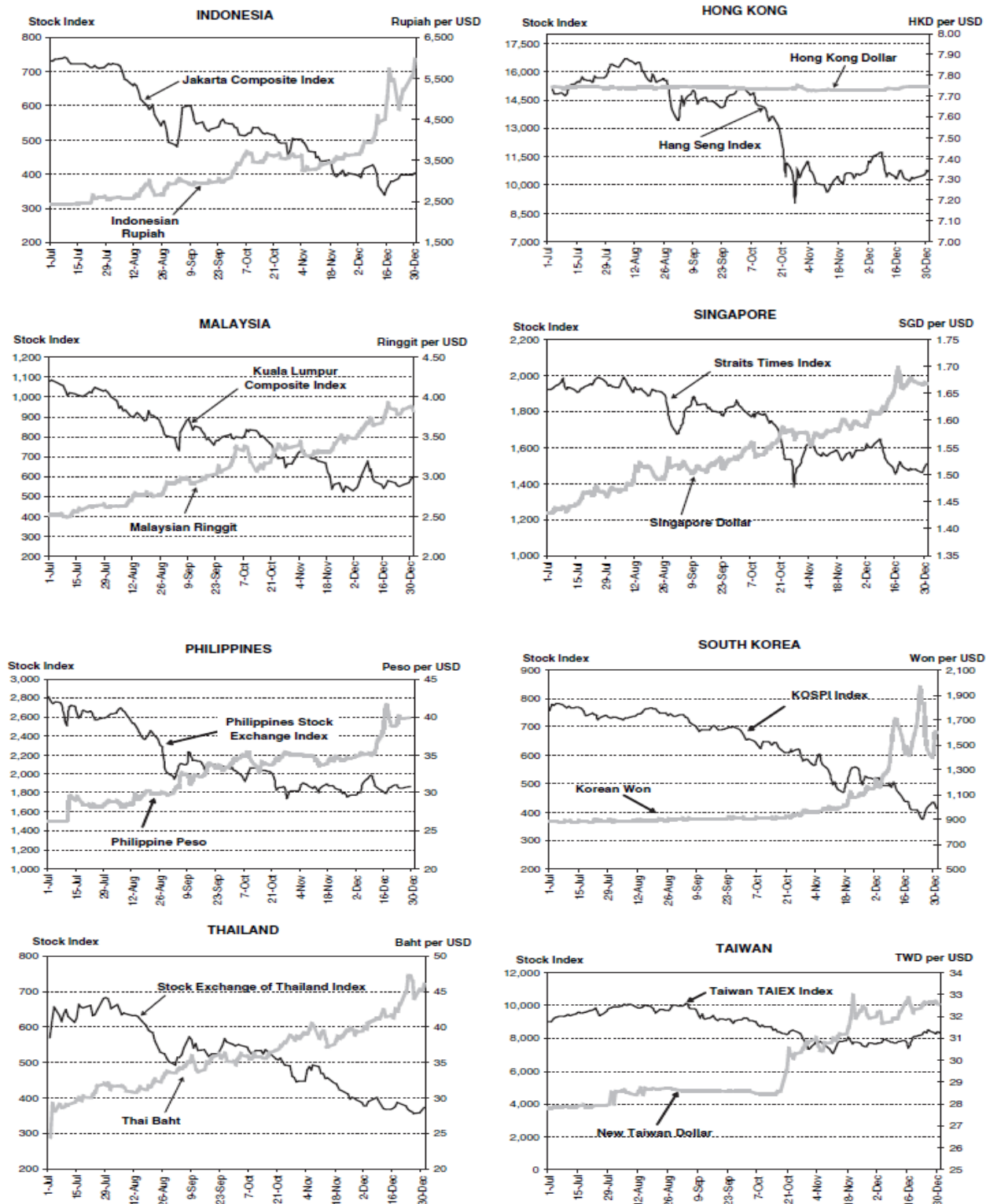
ثانيا: مراحل الأزمة

انفجرت الأزمة المالية لبلدان جنوب شرق آسيا وتطورت من خلال المراحل التالية:¹

- بدأت في 2 جويلية 1997، حيث بدأ الهجوم على الباهت التايلندي من خلال قيام 6 أفراد من تجار العملة بالمضاربة على خفض سعر هذه العملة بعرض كميات كبيرة منها للبيع أدت إلى انخفاض قيمتها، وقامت تايلندا بتمويل عملتها وتدخلت الفلبين للدفاع عن عملتها.
 - 24 جويلية 1997. انخفضت العملات الآسيوية بشكل مفاجئ.
 - 28 أوت 1997 امتد نطاق الأزمة في دول شرق آسيا وانهيار أسعار الأسهم، وتضاعف حجم الديون المعمرة لدى الجهاز المصرفي.
- والشكل التالي يبين مؤشرات العملات والأسواق المالية خلال الفترة جويلية-ديسمبر 1997.

¹ Andrew Sheng, op. cit, p 415, 418.

الشكل رقم (06): آسيا مؤشرات العملات وأسواق المال جويلية _ ديسمبر 1997



Source: Andrew Sheng, From Asian to Global Financial Crisis, An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, UK, 2009, p 42.

- 24 نوفمبر 1997: توقفت الشركات المالية الكبرى في اليابان وانهارت أكبر عشرة بنوك.
- اتساع نطاق الأزمة في ظل وجود ارتباط بين أسواق دول شرق آسيا والأسواق العالمية وقد امتد أثر الأزمة إلى الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفض مؤشر داو جونز بـ 7.2%.
- 12 جانفي 1998: انهارت الشركات في هونغ كونغ وأعلنت اليابان أن حجم قروض البنوك غير فاعلة وصل إلى 580 بليون دولار.
- في منتصف جانفي 1998: انخفضت العملات في اندونيسيا والفلبين وتايلندا وكوريا الجنوبية، حيث خسرت النصف من قيمتها مقابل الدولار.
- 2 فيفري انخسر الإحساس بالأزمة واستمرت أسواق الأسهم في الانتعاش.

ثالثا: الإجراءات المتبعة لعلاج الأزمة المالية الآسيوية

دفعت الأزمة المالية الآسيوية إلى اتخاذ جملة من الإجراءات والتدابير للحد من توسع الأزمة وذلك من خلال:

1- رد فعل واستجابة سلطات دول الأزمة

اضطر البنك المركزي في تايلندا بتقويم الباهت كما أنفقت الحكومة كذلك مليارات الدولارات بالعملة المحلية من أجل دعم ومساندة المؤسسات المصرفية، وقامت ماليزيا بمنع التعامل في بعض أنواع الأسهم هذا أدى إلى ظهور بؤادر أزمة الثقة التي دفعت بالمتعاملين للهروب إلى الخارج¹، كما اتفقت كوريا الجنوبية مع 30 بنك على تحويل 24 بليون دولار ديون قصيرة الأجل في مارس 1998 إلى قروض مضمونة من قبل الحكومة².

2- سياسة صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة

ركزت بلدان الأزمة الآسيوية بشكل كبير على دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة والحد منها وذلك بتقديم الدعم المالي لكل من تايلندا أو اندونيسيا وكوريا الجنوبية وفق شروط معينة كالتالي:

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص: 107.

² عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سابق ص: 78.

- قدم دعم مالي لتايلندا في 30 أوت 1997 قدر 17.2 بليون دولار وفق شروط تتمثل في:
 - التزام تايلندا بتدقيق احتياطي من النقد الأجنبي في سنة 1997 قدر بـ 23 بليون دولار و 25 بليون دولار في سنة 1998.
 - تخفيض الدولة العجز في حسابها الجاري بـ 5% من الناتج القومي الإجمالي في سنة 1997 وإلى 3% في سنة 1998.
 - إن تحقيق الدولة فائض في موازنتها بـ 1% من إجمالي الناتج السنوي الإجمالي في سنة 1998.
- تقدم دعم مالي لإندونيسيا قدر بـ 36.6 بليون دولار وذلك وفق شروط تتمثل في:
 - إعادة هيكلة بعض البنوك.
 - القضاء على الاحتكار شبه الحكومي.
 - زيادة الشفافية والإسراع لخصخصة وإصلاح المؤسسات الحكومية.
- وقدم الصندوق دعماً ماليا لكوريا الجنوبية في 3 ديسمبر 1997 قدر بـ 58.4 بليون دولار وفق شروط تتمثل في:
 - تخفيض العجز في حسابها الجاري بما يزيد عن 1% من الناتج القومي الإجمالي ما بين سنة (1998-1999) بمقدار يصل إلى 5 بليون دولار.
 - تغطية معدل التضخم السنوي بنسبة 5% في (1998-1999).
 - تكوين احتياطات عالمية لأكثر من شهرين من الواردات بنهاية 1998.
 - الاعتراف بان النمو الاقتصادي في سنة 1998 من المحتمل أن ينخفض من 6% إلى 3%.
 - إعادة هيكلة النظام المالي.

المطلب الثالث: الأزمات المالية في الدول الناشئة

رغم التطور الذي عرفته الأسواق المالية الناشئة منذ بداية التسعينيات، والمزيد من التحرر المالي والعمولة المالية، إلا أن هذه الأسواق تعرضت إلى أزمات مالية ذات آثار كبيرة وسيتم التعرف على هذه الأزمات من خلال النقاط التالية:

أولاً: الأزمة المالية المكسيكية 1994.

ثانياً: الأزمة المالية الروسية 1998.

ثالثاً: الأزمة المالية الأرجنتينية.

أولاً: الأزمة المالية المكسيكية

لقد شرعت المكسيك في إدخال إصلاحات اقتصادية وهيكلية ابتداء من منتصف الثمانينات والتي كانت تهدف إلى ترقية التنمية الاقتصادية وكنتيجة طبيعية لهذه الإصلاحات، فإن الطلب الشكلي قد توسع بشكل كبير مما ساهم في زيادة أسعار الأسهم وارتفاع أسعار العقارات، ونمو متسارع للأصول وخصوم المصرفية وعجز كبير في الحساب الجاري الخارجي

و الجدول التالي يبين عجز الحساب الجاري الخارجي للمكسيك قبل الأزمة.

الجدول رقم (08): عجز الحساب الجاري الخارجي للمكسيك قبل الأزمة (نسبة مئوية من الناتج المحلي

الاجمالي)

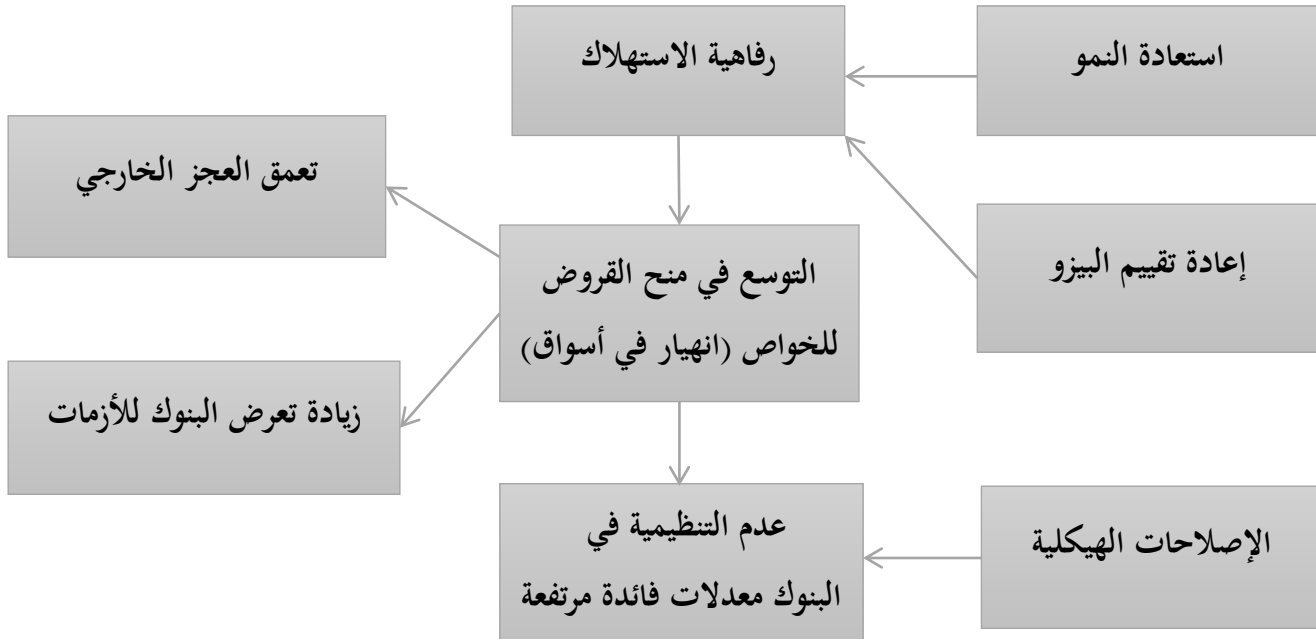
السنة	1992	1993	1994
عجز الحساب الجاري	6.7-	5.7-	7-

المصدر: غيليرم أورتييز مارتينيز، ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي 1998، ص7.

نلاحظ من خلال هذا الجدول عجز الحساب الجاري لسنة 1992 بقيمة (7.6-) وسنة 1993 بقيمة (5.7-) أما سنة 1994 فكانت القيمة (7-).

و الشكل التالي يوضح تصاعد الضعف المالي في المكسيك:

الشكل رقم (07): تصاعد الضعف المالي في المكسيك



Source : Mechel. Drounis, le Système Financier international, (paris: Armand colin.2001), p.18.

نلاحظ من خلال هذا الشكل تصاعد الضعف المالي في المكسيك حيث أن استعادة النمو وإعادة تقييم البيزو أدت إلى رفاهية الاستهلاك مما جعل البنوك تتوسع في منح القروض للخوَص مما أدى إلى الانهيار في الأسواق، وعدم التنظيمية في البنوك (معدلات الفائدة مرتفعة) رغم الإصلاحات الهيكلية فحدث تعمق في العجز الخارجي وزيادة تعرض البنوك إلى الأزمات وكلها ساعدت في تفاقم الوضع بالمكسيك.

وفي نهاية سنة 1994 تعرض اقتصادها لأزمة مالية حادة، حيث انخفضت قيمة البيزو بـ 40% من قيمتها في 31 جانفي 1995 مقارنة بشهر ديسمبر 1994¹، ولعل أهم أسباب الأزمة المكسيكية تتمثل في:²

- تناقص قيمة العملة المحلية.
- العجز في الموازنات التجارية الخارجية.
- ضعف النظام المصرفي.

¹ بوعون مجاوي نصيرة، مرجع سابق، ص: 36.

² عبد القادر بلطاس، الأزمات المالية العالمية أزمة Suto Pine، دار النشر، 2009، ص: 132.

- هروب رؤوس الأموال إلى الخارج بعد تدهور نظام السعر المصرفي.

وتطلب انفجار الأزمة عدد من تدابير التصحيح الطويلة الأجل، تتمثل في:¹

-توظيف 50 مليار دولار كحد أدنى لحل المشكلة المكسيكية.

-التخفيض في عجز الحساب الجاري الخارجي وذلك بدعم مالي استثنائي، سمح بتقليص هذا العجز من

6.7% خلال الفترة (1992، 1994) إلى 1% من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1995، 1997).

-تقويم سعر الصرف وتفرغ الأسواق.

-مساعدة صندوق النقد الدولي والبنك العالمي منع من انتشار الأزمة.

قدمت الولايات المتحدة الأمريكية 53 مليار دولار لمساعدة المكسيك في برنامج التثبيت مع ضمانات

قروض بمبلغ 20 مليار دولار.²

ثانيا: الأزمة المالية الروسية 1998

أصبحت روسيا مركزا تابعا للأزمة المالية الآسيوية، خاصة وأن آثار العدوى قد انتقلت إليها، حيث أدت

إلى انهيار مختلف جوانب الاقتصاد، وتمثلت أهم ملامح الأزمة الروسية فيما يلي:³

-انهيار رسم صرف الروبل.

-انهيار أسعار النفط الدولية.

-عجز الموازنة العامة.

-تدهور الميزان الخارجي الروسي.

-انهيار سوق الأسهم والسندات.

-ضعف وتدهور أوضاع الجهاز المصرفي.

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص: 99.

² محمود حامد محمود عبد الرزاق، "الأزمة المالية العالمية ودور النظام المالي الإسلامي بالتطبيق على الاقتصاد العربي"، الدار الجامعية، 2013، ص:

41.

³ نادية العقون، مرجع سابق، ص: 109، 110، 111.

ولقد خلقت الأزمة المالية الروسية العديد من النتائج يمكن ذكرها فيما يلي:¹

- نتيجة هيكله الديون الروسية من جانب واحد، ونتيجة لتخفيض قيمة العملة بعد ذلك انتشرت موجة من الصدمات في روابط أسواق المال النامية، كما تكبد الكثير من المستثمرين خسائر كبيرة.
- انهيار أحد أكبر صناديق التحوط العالمية في شهر سبتمبر 1998، وهو عبارة عن صندوق خاص بإدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل.
- خسرت روسيا احتياطات كبيرة نتيجة دفاع البنك المركزي عن سعر الصرف، ونتيجة قيام البنوك التجارية الروسية بتحويل ما لديها من حملة إلى صرف أجنبي للاحتفاظ به في الخارج.
- هروب رؤوس الأموال إلى الخارج حين خفضت نسبة الاحتياطي الإجبارية للبنوك.
- في نهاية الثلاثي الأول سنة 1999، فقد الروبل ثلاثة أرباع قيمته الاسمية مقابل الدولار.
- تراجع النمو ودخول روسيا مرحلة ركود.

ثالثاً: أزمة الأرجنتين

ليست الأرجنتين بالطبع دولة آسيوية، لكنها واجهت في عام 2002 أزمة من الطراز الآسيوي، وقد بينت هذه الأزمة بكل وضوح كيف أن السياسات الاقتصادية التي تقابل بالثناء على نحو واسع قد تدفع أي دولة نحو كارثة، وحتى في سنة 1995 أوشكت تداعيات أزمة المكسيك أن تطيح بالنظام المصرفي للأرجنتين، لكن مع انحصار تلك الأزمة عادت الثقة، وأخذت الأمور تسوء في أواخر التسعينات، فمن جهة ارتفع الدولار كثيراً مقابل الأورو وتخفيض البرازيل قيمة عملتها الريال بشكل حاد، وكان من آثار هذين التحوّلين في سعر الصرف أنهما أضعفا القدرة التنافسية للصادرات الأرجنتينية مما دفع البلاد نحو الركود، ففقد المستثمرون ثقتهم فتراجع تدفق رأس المال إلى البلاد مما قلص حدود القروض، أدى ذلك إلى حدوث أزمة مصرفية.²

¹ بوزيدي جمال، "دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات المالية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بومرداس،

2011، 2012، ص: 368، 369.

² بول غروغمان، مرجع سابق، ص: 105 - 106.

ولعل أهم أسباب هذه الأزمة ما يلي:¹

– ارتفاع المديونية الخارجية وارتفاع نسبة خدمة الدين 60% في سنة 2001؛

– عدوى الأزمات في اقتصادات الدول الناشئة؛

– انتشار الفساد؛

– ضعف قطاع المال الأرجنتيني؛

حاول المسؤولون في الأرجنتين احتواء الأزمة، فخفضوا الإنفاق معمقين الركود، ووضعوا حدا للسحوبات من المصارف، وفي أواخر 2001 نزلت قيمة البيزو الأرجنتيني فورا من دولار واحد إلى حوالي 30 سنتا.²

وكان من نتائج هذه الأزمة:³

– قيام مظاهرات غاضبة؛

– شلل في الميزانيات العمومية والإفلاس؛

– وقوع الاقتصاد في جمود فتراجع إجمالي الناتج المحلي الفعلي 11% في سنة 2002، بعد أن كان قد تراجع 4% في سنة 2001.

– انخفاض حجم الاقتصاد الأرجنتيني بين عام 1998 و 2002 بـ 18% وهي نسبة عالية من الانكماش توازي حجم أزمة الكساد الكبير.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 49 – 50.

² بول غروغمان، مرجع سابق، ص: 106 – 107.

³ المرجع نفسه، ص: 107.

المبحث الثالث: طبيعة وأسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

تعتبر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من أشد الأزمات المالية التي هزت أكبر اقتصاديات العالم، ولقد بدأت بوادرها سنة 2007 لتتعمق أكثر سنة 2008، مما دفع البعض للقول بأنها أكبر أزمة مالية منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929، وسيتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

– التحويل العقاري في الو.م.أ.

– أسباب الأزمة المالية.

المطلب الأول: التحويل العقاري في الو.م.أ.

تطوير هيكل سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية على مدى السنوات السبعين المنصرمة بصورة جذرية من هيكل تقدم فيه مؤسسات الإيداع منح القروض إلى هيكل يتركز في مصارف وول ستريت وشركات الأوراق المالية التي تستخدم أحدث ما أنتجته الهندسة المالية لإعادة تشكيل الرهونات في صورة أوراق مالية من خلال مشتقات الائتمان وللتعرف على التحويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سيتم التطرق إليه من خلال العناصر التالية:

أولاً: تطور السوق الثانوي للرهن العقاري في الو.م.أ.

ثانياً: تحرير أسواق الرهن العقاري.

ثالثاً: آلية التوريق في السوق العقاري.

أولاً: تطور السوق الثانوي للرهن العقاري في الو.م.أ.

كانت سوق الرهن العقاري في الو.م.أ. قبل 1938 تتألف أساساً من مؤسسات إيداع منتظمة مثل المصارف ومؤسسات الادخار والقروض التي كانت تستخدم ودائعها في تحويل قروض شراء المنازل وكانت هيئات الإقراض تلك تنشئ قروض وحيث أنها تحتفظ بها ضمن محافظها، فإنها كانت تتحمل المخاطر الائتمانية ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق، ولأجل توفير السيولة قامت الحكومة في إطار سياسات "البرنامج الجديد" للرئيس روزفيلت بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية لرهن العقاري المعروفة باسم فاني ماي 1938¹.

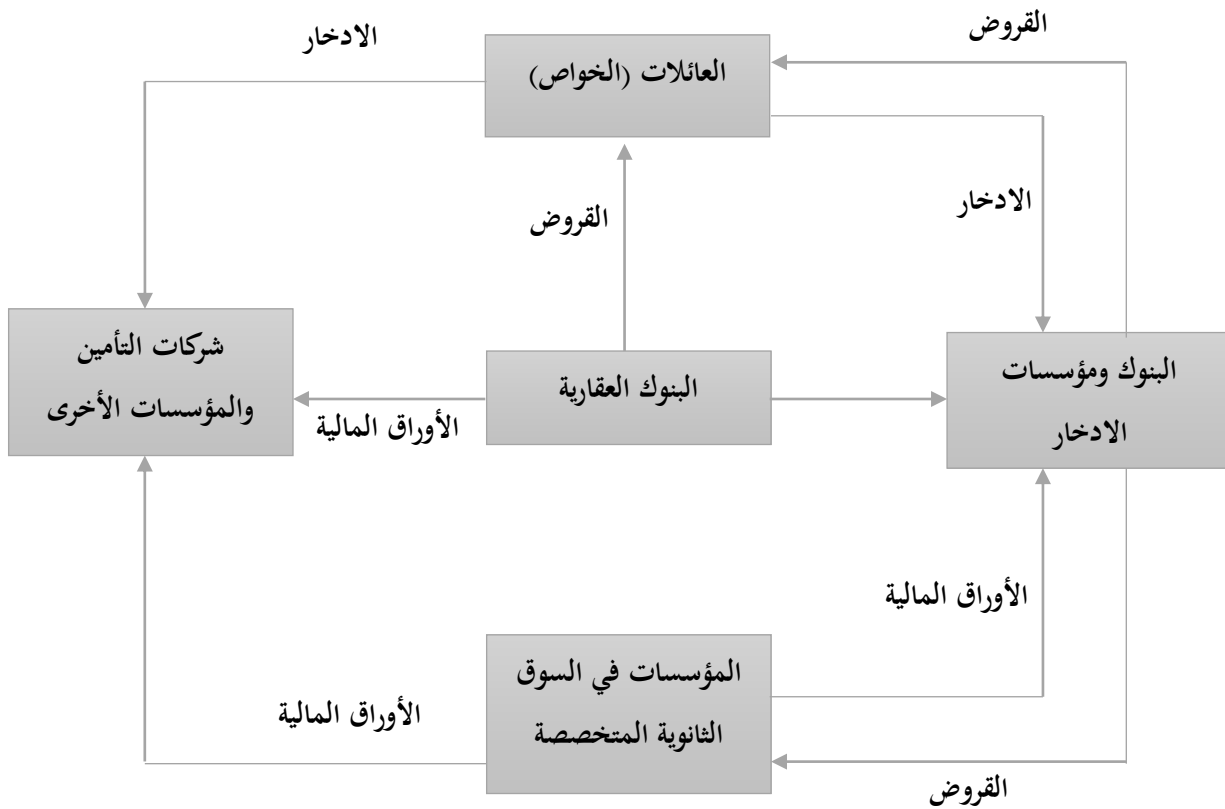
غير أن هذه الهيئة لم تكن تقوم بشراء جميع القروض فقط بل تلك التي تتوافر فيها معايير معينة وهي قروض من الدرجة الأولى، ثم تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري الأمريكي 1968 في عهد الرئيس جونسون ونتجت

¹ راندل دورد، "الرهونات العقارية الثانوية: محسبات أزمة"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007، م ر، ص: 15، 16.

عن إعادة تنظيم الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (حني ماي) للتعامل مع الرهونات العقارية المجموعة من الحكومة من خلال برامج الإسكان الاتحادية للمحاربين القدامى وغيرها من برامج الإسكان الاتحادية وفي سنة 1970 تم إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم (فريدي ماك) لغرضين: توريق الرهونات العقارية التقليدية، وتوفير المنافسة لهيئة فاني ماي التي تم خصصتها حديثاً¹.

تهيمن هذه المؤسسات الثلاث الضخمة، مؤسسة عمومية (Gennie Mac) واثنان مرخصتان من قبل الدولة (Freddie Mac و Fannie Mac) على سوق الرهن العقاري الأمريكي، حيث تعمل هذه المؤسسات على شراء ديون البنوك ثم تحويلها إلى أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية. والشكل التالي يوضح نظام السوق العقارية الثانوية ابتداء من سنة 1970.

الشكل رقم (08): نظام السوق العقارية الثانوية ابتداء من سنة 1970



المصدر: عمر طالب، عبد الحميد غوثي، إعادة التمويل الرهني أثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH، مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمارك، العدد الثاني، 2007، ص 13.

¹ نفس المرجع، ص: 16.

كانت تملك مؤسستي (Freddie Mac) و (Fannie Mac) قروض تقدر بـ 740 مليار دولار سنة 1995 وتجاوزت 2000 مليار دولار سنة 1999، و 4000 مليار دولار سنة 2005، وفي عشية تأميمها 7 سبتمبر 2008 قدرت محفظتها بـ 5400 مليار دولار أي حوالي 45% من مجموع القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية¹.

ثانيا: تحرير أسواق الرهن العقاري

وضعت مؤسسات الإئتمان الحكومي وبالأخص في الولايات المتحدة الأمريكية القواعد التنظيمية حدودا قصوى لأسعار الفائدة وحدود للقروض العقارية وفترات المداد وأسفرت هذه القواعد التنظيمية عن ترشيد استخدام الإئتمان في أسواق الرهن العقاري إلا أنه مع تحرير أسواق الرهن العقاري الذي بدأ في أوائل الثمانينات في العديد من البلدان المتقدمة، ظهرت الضغوط التنافسية عن جهات الإقراض غير التقليدية وكانت النتيجة أن أصبحت الأسعار أكثر تفاعلا واتسع نطاق الخدمات المتاحة مما أدى إلى زيادة فرص الأسر للحصول على القروض العقارية، غير أن عملية التحرير اتخذت أشكال متعددة في البلدان المتقدمة وتستند فرص الأسر للحصول على التمويل المرتبط بالمساكن إلى بعض الخصائص المؤسسية في أسواق الرهن العقاري، وهي كالتالي²:

- سنة القرض إلى القيمة* (LTV) حسب المعتاد (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة الممتلكات) أو مدة القرض المعتادة: ارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقرضين لإقراض المزيد بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها.
- إمكانية تكرار الإقراض بضمان نسبة المسكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم: أن إمكانية الإقراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للأسر بالاستفادة مباشرة من ثروات السكنية والحصول على

¹ حاج موسى نسيم، علوي فاطمة الزهراء، "أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007"، 2008، مجلة الباحث، العدد 05، 2008، جامعة بومرداس، ص: 121.

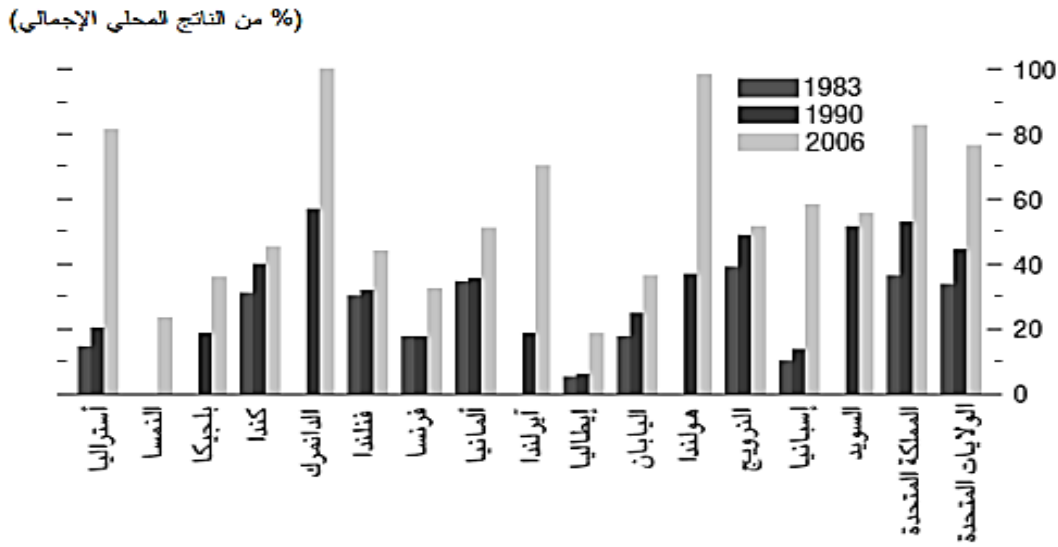
² صندوق النقد الدولي، "أفاق الاقتصاد العالمي"، أبريل 2008، ص: 104، 106.

* LTV: نسبة القرض إلى القيمة (loan to value-LTV) يقصد بها رصيد القرض المضمون لرهن إما مقسوما على قيمة العقار الذي يموله القرض أو مقسوما على السعر الذي يدفعه المقرض من أجل اقتناء العقار. وتعدّ نسبة القرض إلى القيمة مقياسا إلى قيمة الحصة التي يمتلكها المقرض من الصك الذي يضمن القرض. وكلما زادت نسبة القرض إلى القيمة، كلما قلّت حصة المقرض المعرضة للمخاطر، وقلّت الحماية المتاحة للمقرض بسبب ترتيب الضمان.

المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المساكن وتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرة الأسر على إعادة تمويل قروضها العقارية في حالة انخفاض أسعار الفائدة.

– إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: فكلما زاد تطور القروض الثانوية للقروض العقارية، سوف يجد المتربصون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر الأسواق الرأسمالية وتقديم القروض للأسر المعيشية، عدا ما تساوت الشروط الأخرى، وقد أسهمت كل هذه التطورات في سرعة نحو الائتمان العقاري في هذه البلدان كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (09): الديون العقارية القائمة



المصدر: صندوق النقد الدولي: آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008، ص 105.

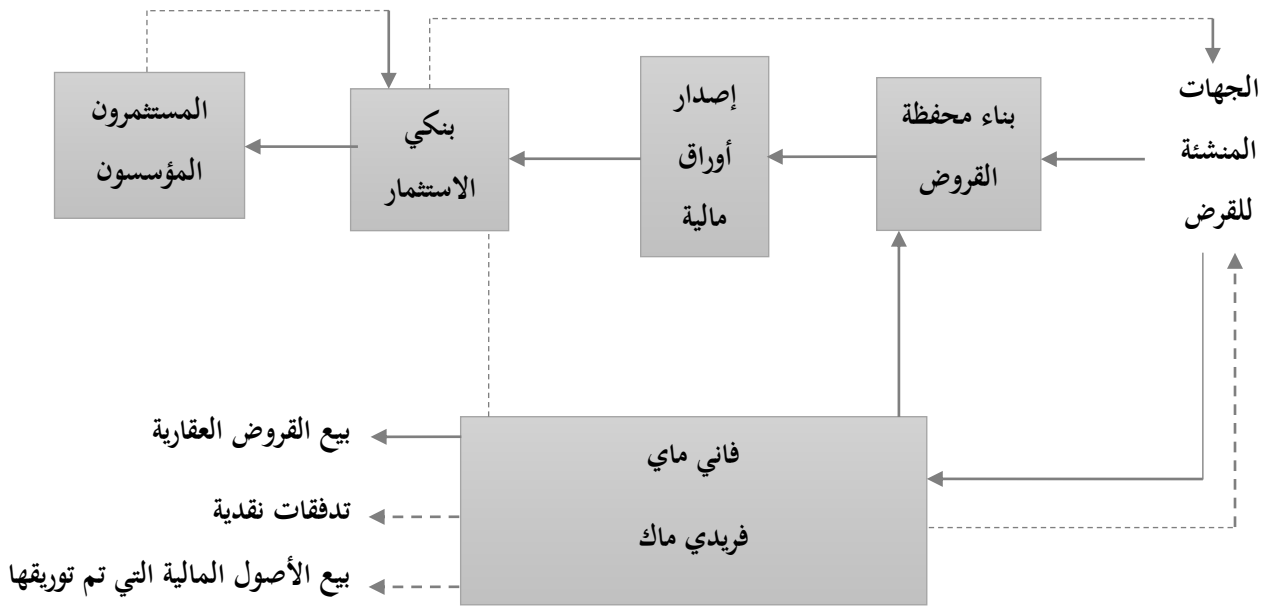
من خلال الشكل يتضح أن الو. م. أ والدانمارك وأستراليا والسويد وهولندا لديها أسواق رهن عقاري أكثر مرونة وهي في نفس الوقت أسواق شاملة وفي هذه البلدان تبلغ نسبة القروض إلى القيمة حسب المعتاد 80% وتبلغ مدة القرض المعتاد 30 سنة ويجرى تسويق منتجات القروض العقارية المصممة خصيصا للاقتراض بضمان قيمة المسكن على نطاق واسع، كما تنطوي القروض المعتادة على خيار السداد المبكر بدون تعويض المقترض على خسائر القيمة الرأسمالية أو القيمة السوقية، إضافة إلى ذلك نجد أن الأسواق المالية في هذه البلدان لها أهمية كبيرة تسبب كمصدر لتمويل القروض العقارية.

ثالثاً: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي

يعتبر التوريق فناً من فنون التمويل المستحدثة، فالتوريق (**Titrisation**) هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم، سندات) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين¹.

والشكل التالي يوضح خطوات عملية توريق قروض الرهن العقاري.

الشكل رقم (10): خطوات عمليات التوريق والتسويق لقروض الرهن العقاري



المصدر: منير إبراهيم هندي الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية باستخدام التوريق والمشتقات (الإسكندرية، نشأة المعارف للنشر والتوزيع د ت ن)، ص 436.

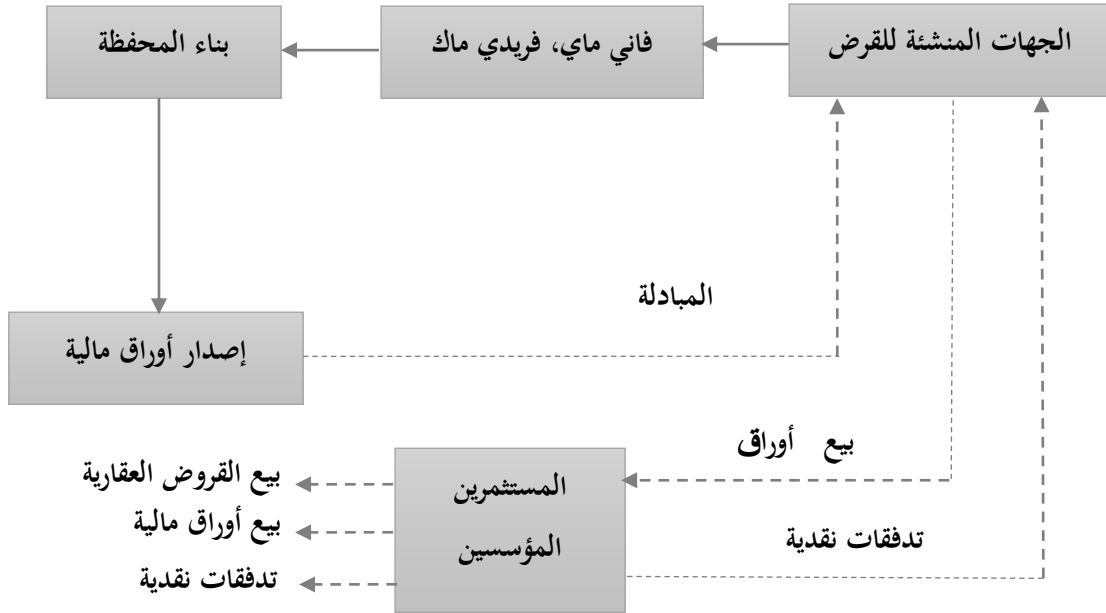
تتمثل الجهات المنشئة للقروض التي يشير إليها الشكل في شركات الإقراض العقاري والبنوك المملوكة لمورديها والبنوك التجارية وما يماثلها، والتي عادة ما تقوم ببناء محفظة من تلك القروض، أما بالنسبة للجهات المنشئة التي تملك محفظة قروض صغيرة لا يسمح لها ببناء محفظة يتم توريق محتوياتها، فإنها تتبع تلك القروض لمؤسسة "فاني ماي" أو "فريدي ماك" التي تقوم بدورها ببناء تلك المحافظ وبمساعدة بنك استثمار، تم إصدار أوراق مالية تباع للمستثمرين المؤسسين وشركات التأمين على الحياة وصناديق المعاشات وما يماثلها، كما تشتري تلك

¹ عبيد علي أحمد الحجازي، "التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري"، دار النهضة العربية بالقاهرة، الطبعة الثانية، 2001، ص: 10.

الإدارة من الجهات المنشئة للقروض العقارية ذاتها لتنوع من الاستثمار على أساس تلك الأوراق تتميز بمستوى سيولة جيد، كما أن حصيلة البيع تذهب إلى الجهة التي أصدرت الأوراق لصالحها، ولهذا يطلق على الأوراق المالية التي يتم توريقها من محفظة مؤسسة الرهن القومية الفدرالية باستعدادات المشاركة، كما يطلق على الأوراق المالية التي تم توريقها من محافظ التركة الفدرالية بالأوراق المضمونة بالرهن العقاري (**Mortgage Backed Securities**) (MBS) *.

وفي عام 1981 أسهمت الهندسة المالية في تطوير برنامج للشركة الفدرالية لقروض الإسكان، اتبعها برنامج المؤسسة الرهن القومية الفدرالية وأطلق عليه برنامج المبادلة كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (11): برنامج المبادلة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية باستخدام التوريق والمشتقات

(الإسكندرية، نشأة المعارف للنشر والتوزيع د ت ن)، ص 438.

* **MBS**: تمثل الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري MBS أبسط صور التوريق وشكل من أشكال الأوراق المالية المضمونة بأصول وهي تتسم بدرجة عالية من السيولة والأمان، وسعر الفائدة الذي تحمله يوفق معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وإن كان أقل من سعر الفائدة على القروض التي تم توريقها، وهناك طرف ثالث (حارس) تقع عليه مسؤولية التأكد من التزام الجهة المصدرة بكل شروط الاصدار، وتظل الجهة المنشئة لقروض الرهن العقاري مسؤولة عن خدمة المحفظة بما في ذلك تحصيل أصل وفوائد القروض، التي منها تسدد الفوائد والقيمة الإسمية للسندات التي تم توريقها، أنظر في ذلك: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية باستخدام التوريق والمشتقات ، مرجع سابق، ص ص 224-225.

ووفقا لهذا البرنامج تقوم "فريدي ماك" وفاني ماي" شراء القروض العقارية من الجهات المنشئة لها يمكن لتلك الجهات أن تحتفظ بتلك الأوراق، وان تعيد بيعها إلى مستثمرين مؤسسين مثل صناديق الاستثمار وشركات التأمين على الحياة، ليعاد استخدام حصيلتها في تقديم قروض جديدة.

ولعل أهم ما يميز محفظة الأوراق المالية الناتجة عن عمليات التوزيع بصفة عامة هي أن القروض المكونة للمحفظة عادة ما تحمل نفس سعر الفائدة للأوراق التي تم توزيعها منها، أما تاريخ استحقاق تلك الأوراق فيشترط أن يكون هو نفسه تاريخ استحقاق القروض المكونة للمحفظة، إذا كانت كلها بتاريخ استحقاق واحد. أما تباينت تواريخ استحقاق القروض داخل المحفظة حينئذ ينبغي أن يكون أقصر تاريخ استحقاق لتلك القروض أطول من تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي تم توزيعها وبالتالي فلا تخسر الجهة المنشئة لتلك القروض شيئا سوى رسوم تدفعها لكل من "فاني ماي" و "فريدي ماك" مقابل جهودها.

رابعا: أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول

توجد صور رئيسية من الأصول التي تم توزيعها من محافظ قروض متنوعة كقروض الرهن العقاري ويمكن أن نذكر منها ما يلي:

1-الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS)

هي أوراق مالية تعتمد مدفوعات دخلها ومدفوعات سدادها مبلغها الأصلي على مجموعة أصول، ويمكن في الواقع ضمان الأوراق المالية بأصول مختلفة مثل الرهن العقاري أو قروض بطاقات الائتمان، وقروض السيارات، وذلك بتحويل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة لتداول الورقة المالية المضمونة بأصول تمكن مؤسسة الإقراض الأصلية من نقل مخاطر الائتمان إلى المستثمرين.

وهناك عدة ملامح رئيسية للأوراق المالية المضمونة بأصول وهي كما يلي: يقوم المقرض الأصلي عادة ببيع الأصول إلى صندوق استثمار ما يلي وإلى وسيط يتخذ مشكلا آخر (وسيلي خاص للشراء) ومن ثم يؤدي ذلك في حالة البنك إلى تحرير رأس المال الذي نشترط المبادئ التوجيهية التنظيمية على البنك حيازته مقابل الأصول، ويقوم الوسيط بتمويل شراء الأصول عن طريق إصدار أوراق مالية، وبما أن الدخل ومدفوعات سداد المبلغ الأصلي يعتمدان على الأصول الأساسية فإنه إذا تم سداد الأصول الأساسية مسبقا فإن الورقة المالية تكون قيمتها قد

سددت، وغالبا ما تقوم جهات الإصدار بتوفير شرائح مختلفة من الورقة المالية المعنية، ويعكس تسعير الشرائح المختلفة احتمال السداد المبكر.

2- الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS)

تفنت الهندسة المالية في تصميم التوريق هذه الأوراق المالية بشكل جعل الاستثمار في تلك الأوراق المالية يتسم بالأمان إلى حد كبير بينما يفوق سعر الفائدة الذي تحمله معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر وان كان اقل من سعر الفائدة على القروض التي تم توريقها وهي تتسم بدرجة عالية من السيولة، وعادة ما تتراوح قيمة الأوراق المالية المصدرة ما بين 40% إلى 80% من قيمة محفظة القروض الضامنة لها مما يعني أن المحفظة تحتوي على قروض بقيمة تفوق قيمة الأوراق المالية التي تم توريقها منها.

وهذه الأوراق المالية تشتريها مؤسسات الاستثمار والأفراد والأثرياء ومؤسسات الإيداع ذاتها وأدت عملية التوريق إلى توزيع مخاطر السوق ووفرت للمؤسسات الإيداع ذاتها فئة أكثر سيولة من أصول القروض واستغلت موارد عميقة من رؤوس الأموال للرهن التجاري. وتمثل الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري أبسط صور التوريق، الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري هي شكل من أشكال الأوراق المالية المضمونة بأصول.

3- التزام الرهن المضمون (CMO)

يقصد به الورقة المالية المضمونة لجميع القروض المضمونة بالرهن العقاري أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني وأوراق الوكالة المالية، وتصدرها شركات الاستثمار التجاري وعادة ما تتضمن العملية التي يتم فيها إصدار التزامات الرهن المضمون فئات متعددة من الأوراق المالية بحيث يكون لها تواريخ استحقاق ولوبانات مختلفة، ويتعرض في ظلها المستثمرون لمستويات منخفضة نسبيا من المخاطر، ومن ثم يتوقع قبولهم لعائد منخفض عن الاستثمار في تلك الأوراق المالية.

4- التزامات الدين المضمونة (CDO)

هي سندات تعتمد مدفوعات دخلها ومدفوعات سداد مبلغها الأصلي على مجموعة من الأدوات، وعادة ما يكون التزام الدين المقرر بضمان مضمونا بمجموعة متنوعة من القروض وأدوات الأوراق المالية، إما مشتراه في السوق الثانوية أو من الميزانية العمومية لبنك تجاري، ونميز الطبيعة المتنوعة لأدوات التزام الدين المقرر بضمان عن الورقة المالية المضمونة بأصل (ABS) والتي تكون مضمونة بمجموعة متجانسة من الأدوات مثال رهونات العقارية

وقروض بطاقات الائتمان وبما أن الدخل وسداد الأصل يعتمدان على أداء مدفوعات سدادان يتم أولاً سداد المستوى الأول ثم بعد ذلك المستوى الثاني الخ... ويعكس تسعير كل شريحة مدى احتمال السداد.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية

لقد اجتمعت عدة أسباب كانت بمثابة الشعلة التي اندلعت منها الأزمة المالية العالمية وسيتم خلال هذا المطلب تبيان مختلف هذه الأسباب، إذ سيتم تناول هذا المطلب وفق ما يلي:

أولاً: وفرة السيولة العالمية.

ثانياً: انخفاض التضخم.

ثالثاً: تراخي قيود الاقتراض والإفراط في منح القروض العقارية.

رابعاً: انخفاض أسعار الفائدة.

خامساً: ارتفاع أسعار الأصول.

سادساً: توريق قروض الرهن العقاري.

أولاً: وفرة السيولة العالمية

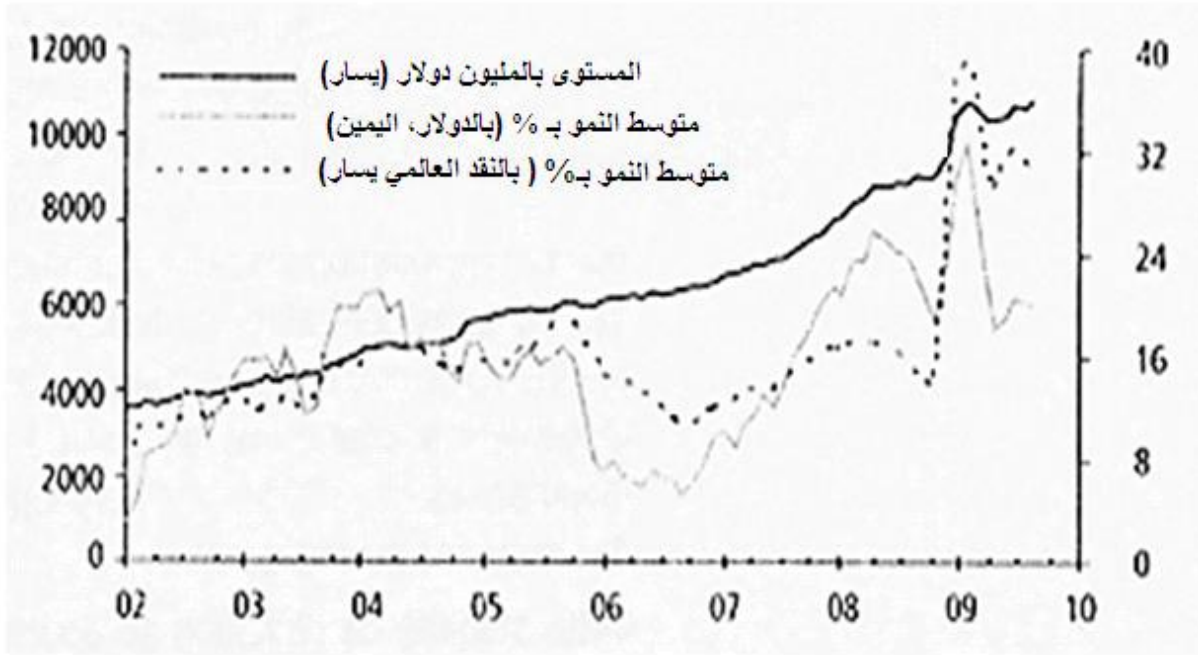
عرفت الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من الدول الكبرى تدفقات هائلة لرؤوس الأموال حيث نجد أن نسبة الكتلة النقدية بمعناها الضيق إلى الناتج المحلي الإجمالي لكل من اليوم أ وأوروبا والصين واليابان قد بلغت خلال الفترة 1980-2007 حوالي 15% إلى 30%¹.

إن وفرة السيولة كانت نقطة الانطلاق في هذه الأزمة كنتيجة للارتفاع الكبير في احتياطات العرض لدى البنوك المركزية في البلدان الناشئة ناتج عن الفوائض الكبيرة في الموازين التجارية ومعدلات الادخار المرتفعة.²

¹ Patrick Artus, et autre, op cit, p: 10.

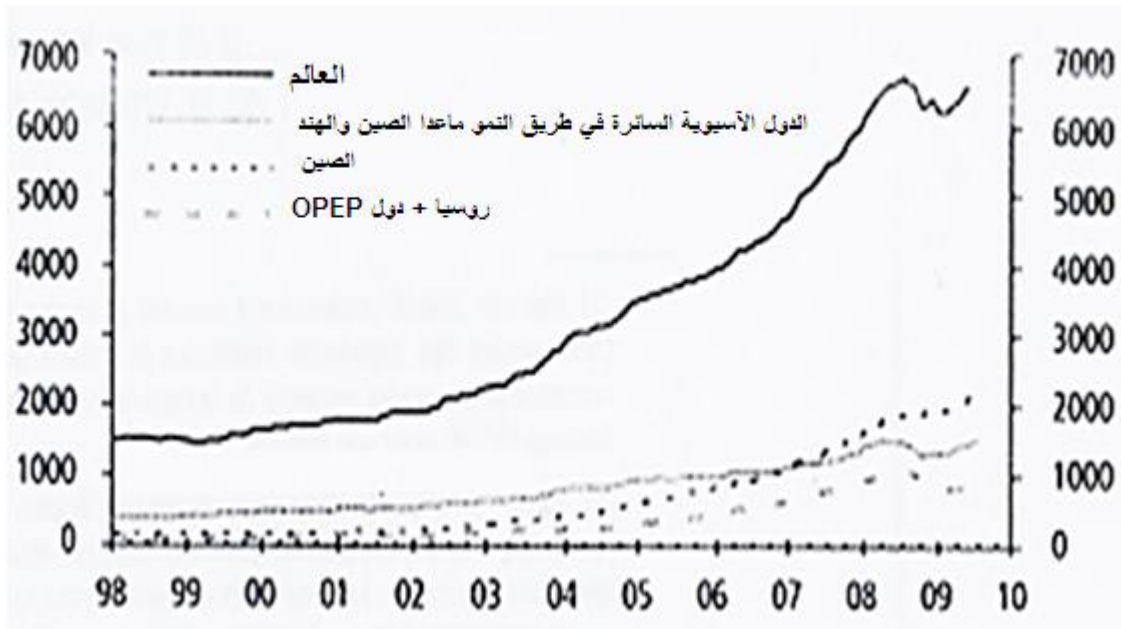
² Patrick Artus, et autre , op cit, p: 10.

الشكل رقم (12): تقييم السيولة العالمية



Source: Patrick Artus, et autre, « De La crise des subprimes à la crise mondiale », la documentation française, paris, 2009, p 11.

الشكل رقم (13): تقييم احتياطات الصرف



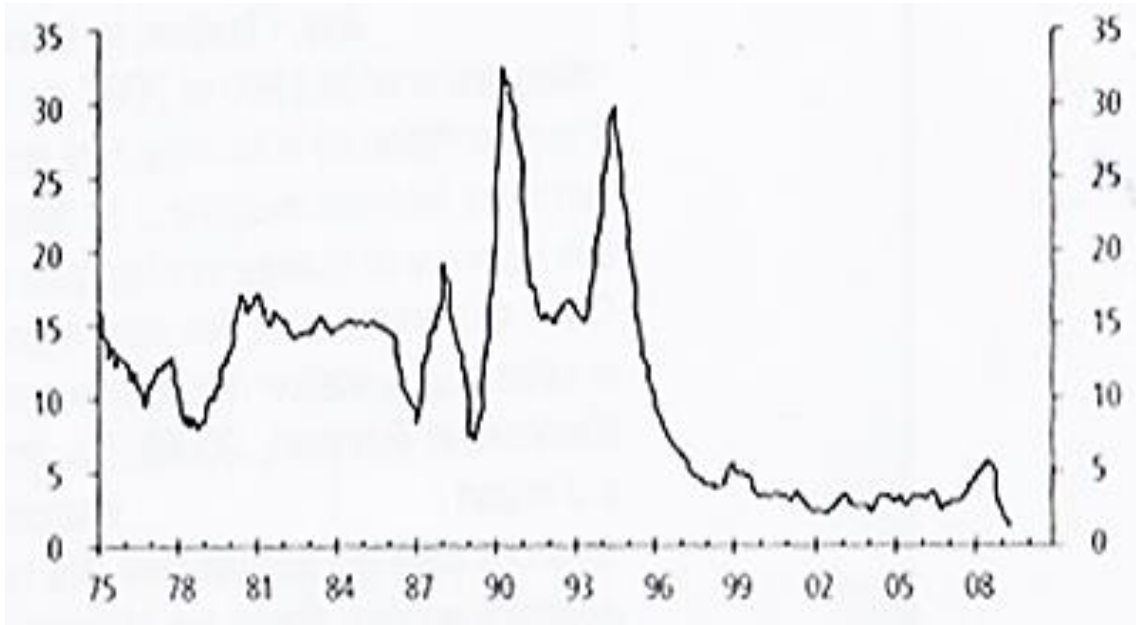
Source: Patrick Artus, et autre, « De La crise des subprimes à la crise mondiale », la documentation française, paris, 2009, p 11.

وبالنسبة إلى أسباب زيادة حجم السيولة في الاقتصاد الأمريكي تمكنت الهندسة المالية من توريق أصول مالية منافسة للأوراق المالية الحكومية، من حيث السيولة وعدم وجود فرصة لتعرض حاملها لمخاطر التوقف، وهكذا ساهمت الهندسة المالية في استحداث المزيد من الأوراق المالية، التي تستهدف تنشيط أهم المجالات الاستثمارية، هو الاستثمار العقاري وذلك من خلال تحسين سيولة سوق القروض المستخدمة في تمويل ذلك الاستثمار.¹

ثانيا: انخفاض التضخم

إن وفرة السيولة العالمية لم تنعكس على معدلات التضخم في السلع والخدمات فعلى العكس فقد كان هناك انخفاض في معدل التضخم وبالأخص في دول OCDE فقد انخفض معدل التضخم من 12% إلى 5% خلال عشر سنوات، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (14): التضخم العالمي 1975-2009



Source: Patrick Artus, et autre, « De La crise des subprimes à la crise mondiale », la documentation française, paris, 2009, p 135.

¹ هندی منیر إبراهيم، مرجع سابق، ص ص: 464، 465.

وبالرجوع إلى أسباب انخفاض التضخم مع قوة السيولة نجد تعزيز مصداقية سياسات مكافحة التضخم بسبب استقلالية البنوك المركزية وكذلك بسبب معدلات النمو التي شهدتها الاقتصاديات الناشئة والمنافسة في التصنيع، وكذلك العولمة.¹

ثالثاً: تراخي قيود الاقتراض والإفراط في منح القروض العقارية

أصبح الدين آلية بقاء الأسر المعيشية في الولايات المتحدة الأمريكية انطلاقاً من أواخر تسعينيات القرن العشرين والجدول التالي يوضح الديون الاستهلاكية كنسبة مئوية من الدخل المتاح للمستهلك (بالمليار دولار).

الجدول رقم (09): الديون الاستهلاكية كنسبة مئوية من الدخل المتاح للمستهلك (بالمليار دولار)

السنة	الدين الاستهلاكي	الدخل المتاح للمستهلك	الدين % من الدخل المتاح
1990	3 592.9	4 285.8	83.8
1995	4 858.1	5 408.2	89.8
2000	6 960.6	7 194.0	96.8
2005	11 496.6	9 039.5	127.2

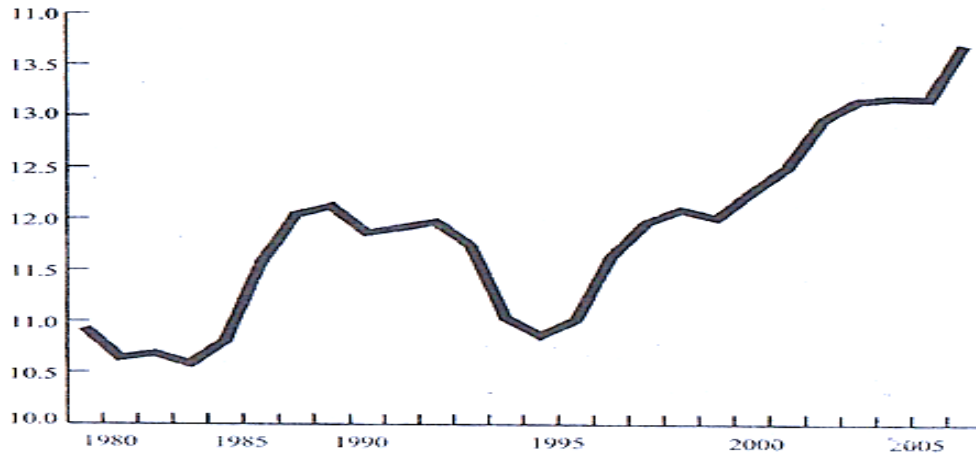
المصدر: جون بيلامي فوستر قردماغدوف، ترجمة عطية بن كريم الظفيري، "الأزمة المالية العالمية وأزمة الرأسمالية"، مكتبة الآفاق، الطبعة الأولى، 2013، الكويت، ص 36.

من خلال الجدول يتضح أن نسبة الديون الاستهلاكية الحالية بالنسبة للدخل المتاح للمستهلك قد ارتفعت من 83.8% إلى 127.2% في سنة 2005، وأن هذا يرجع إلى حد ما إلى الانخفاض التاريخي لسعر الفائدة الذي ساعد في خدمة تلك الديون في السنوات الأخيرة.

ويوضح الشكل التالي الزيادة السريعة في نسبة خدمة الديون وذلك خلال الفترة من عام 1980 إلى عام 2005 مع وجود ارتفاع حاد بدءاً من منتصف التسعينيات مع بعض التوقفات الطفيفة.

¹ Patric. Artus et Rutic. Op.cit, pp: 12,13.

الشكل رقم (15): نسبة خدمة الديون الاستهلاكية



المصدر: جون بيلامي فوستر قردماغدوف، ترجمة عطية بن كريم الظفيري، "الأزمة المالية العالمية وأزمة الرأسمالية"، مكتبة الآفاق، الطبعة الأولى، 2013، الكويت، ص 36.

والجدول التالي يوضح الأسر المتأخرة عن تسديد ديونها لأكثر من 60 يوما:

الجدول رقم (10): الأسر المتأخرة عن تسديد ديونها لأكثر من 60 يوما

النسبة المئوية للدخل	1995	1998	2001	2004
أكثر من 20%	10.2	12.9	13.4	15.9
20% - 40%	10.1	12.3	11.7	13.8
40% - 60%	8.7	10.0	7.9	10.4
60% - 80%	6.6	5.9	4.0	7.1
80% - 90%	2.8	3.6	2.6	2.3
90% - 100%	1.0	1.6	1.3	0.3

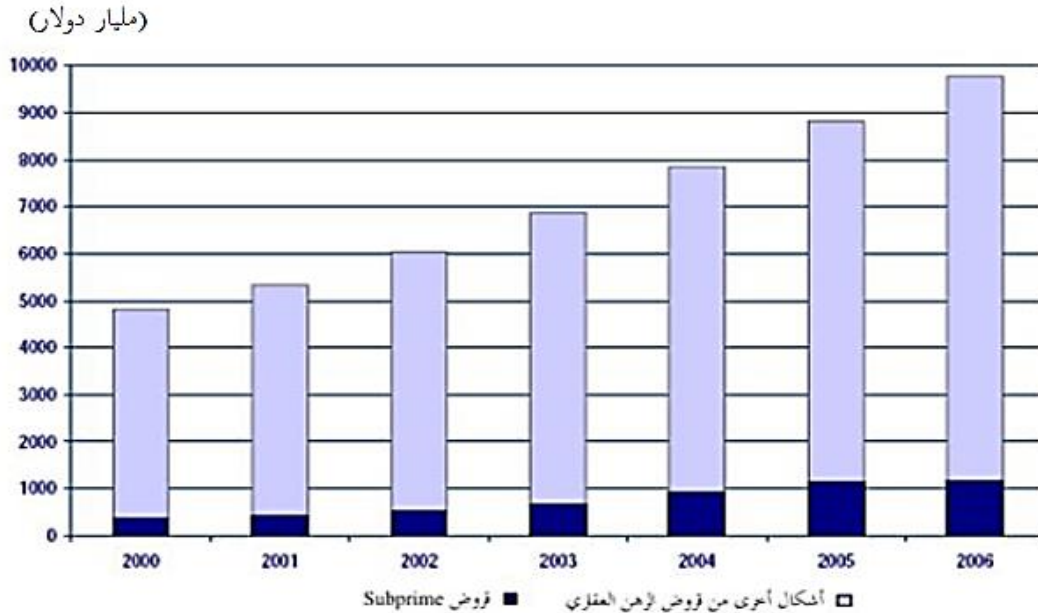
المصدر: جون بيلامي فوستر قردماغدوف، ترجمة عطية بن كريم الظفيري، "الأزمة المالية العالمية وأزمة الرأسمالية"، مكتبة الآفاق، الطبعة الأولى، 2013، الكويت، ص 40.

إن الجزء الأكبر من الديون قد منحت بضمان السكن الذي يمثل الأصول الأساسية للغالبية العظمى من الأسر واستمرت الديون بضمان السكن في الارتفاع بشكل جنوني، وارتفعت هذه الديون بشكل استثنائي بنسبة

27.3%، وأن حوالي 45% من ملاك المنازل الذين لديهم رهن عقاري من الإمتياز الأول قد قاموا بإعادة تمويل منازلهم أي تجديد قروضهم في الفترة من 2001 إلى 2004 وكان أكثر من ثلث هذه الأموال المقترضة تتجاوز مبالغ إعادة التمويل وأن المبالغ المتوسطة للإسم الإضافية المستخلصة من المقترضين كانت حوالي 20000 دولار، حيث أن أسعار المنازل قد ارتفعت بشكل خطير وبرزت ظاهرة الإقتراض على أساس الرهن العقاري التي تسيطر على تمويل الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية وتزاحم الأنواع الأخرى من القروض غير العقارية، حيث تغرق الأسر النمطية في مستنقع دين البطاقات الائتمانية.¹

الشكل التالي يوضح قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية:

الشكل رقم (16): قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية



المصدر: نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013، ص 161.

يظهر من خلال الشكل أعلاه التصاعد المستمر في حجم القروض العقارية الموجهة للعائلات حيث انتقلت من 5000 مليار دولار سنة 2000 إلى ما يقارب 10000 مليار دولار سنة 2006، وقد تزامن ذلك من

¹ جون بيلامي فوستر قردماغدوف، مرجع سابق، ص: 40.

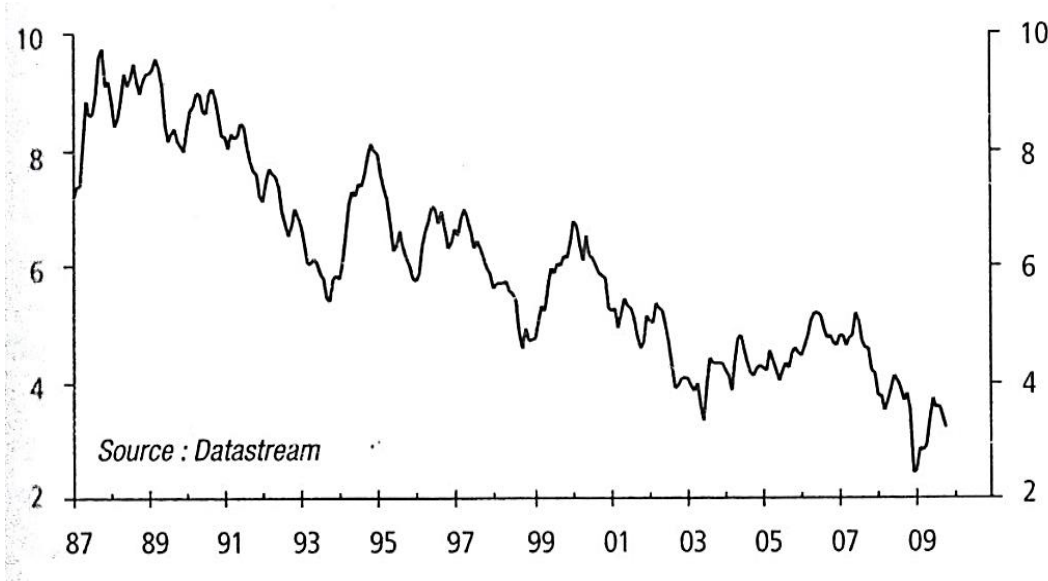
تصاعد في حجم قروض الرهن العقاري عالية المخاطر (subprime) التي بلغت قيمتها حوالي 1000 مليار دولار في حدود سنة 2006 وهو ما يعكس التراخي في شروط الإقراض في سوق الرهن العقاري.

رابعاً: انخفاض أسعار الفائدة

لقد كانت وفرة السيولة حافزاً لبحث المستثمرين عن أصول عالية المخاطر ذات عوائد مرتفعة/ وقد شجع المستثمرين على ذلك انخفاض علاوات المخاطرة¹ (Prime de risque)، إلى جانب انخفاض معدل التضخم العالمي واستجابة لتوقعات الاقتصاديين وتوقعات البنك الاحتياطي الفدرالي باحتمال حدوث ركود اقتصادي عام 2001، قام البنك الاحتياطي الفدرالي بتخفيض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك (Federate) أكثر من عشر مرات خلال عام 2001 وذلك من 6% في شهر جانفي 2001 إلى 1.75% شهر ديسمبر من نفس العام مما أدى إلى زيادة مستويات الطلب على مختلف أنواع القروض.²

والشكل التالي يوضح تقييم معدلات الفائدة الأمريكية خلال الفترة 1987-2009.

الشكل رقم (17): تقييم معدلات الفائدة الأمريكية خلال الفترة 1987-2009



Source : Patrick Artus, et autre, « De La crise des subprimes à la crise mondiale », la documentation française, paris, 2009, P 15.

¹ Patrick Artus et autres, Op cit, P p: 15, 16.

² بوقليح نبيل، عبد الله الترسي: التمويل الاسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية بالملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية ، جامعة قسنطينة يومي 06 و 07 أفريل 2009، ص: 7.

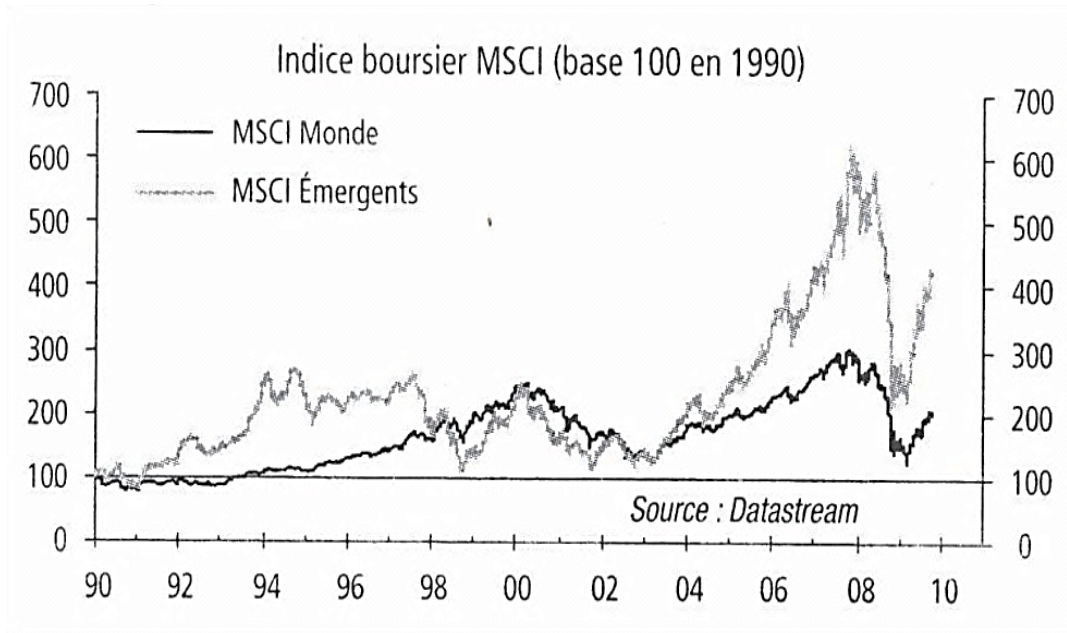
خامسا: ارتفاع أسعار الأصول

إذا كانت السيولة الزائدة لم تؤثر على أسعار السلع والخدمات فقد كان هناك تأثير على أسعار الأصول والتي كان عرضها أكثر محدودية، ولذلك ليس من المستغرب وجود ارتفاع في مؤشرات أسواق الأسهم العالمية وخاصة في الدول الناشئة، وكذلك أسعار العقار، ومع ذلك فإن الارتفاع في أسعار الأصول شجع التوسع في الإقراض وبالأخص القروض العقارية لأن المقترضين يرهنون على أساس قيمة الأصول العقارية (مبدأ المعجل المالي).

كما تأثرت أسعار العقار نتيجة لضغوط السياسة المقدسة على أسعار الفائدة، كما أن ارتفاع أسعار الأصول كان له الأثر على الاستهلاك والذي كان يخسر باثر الثروة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية كانت زيادة الاسار بـ 100 دولار تؤدي إلى زيادة في أسعار الاستهلاك بمقدار 2 دولار على المدى القصير و 9 دولار على المدى الطويل ويمكن تفسير ذلك بالرجوع إلى الآثار المترتبة إلى إعادة تمويل الرهن العقاري.¹

الشكل التالي يوضح تطور أسعار العقار.

الشكل رقم (18): تطور أسعار العقار



Source : Patrick Artus, et autre, « De La crise des subprimes à la crise mondiale », la documentation française, paris, 2009, P 18.

¹ Patrick Artus et autres, Op. cit, P p: 17- 19.

سادسا: توريق قروض الرهن العقاري

لقد استخدمت تقنية جديدة في الو.م.أ مع مطلع السبعينات والثمانينات سميت آنذاك بالتوريق المالي وذلك نتيجة للآزمات المالية منها أزمة "جمعيات الادخار والاحتياط" مع بداية الثمانينات والتي كانت تستعمل أموال مدخرات قصيرة الأجل في تمويل القروض السكنية طويلة الأجل وقد نجم عن هذه الأزمة خسارة قدرت آنذاك بـ 300 مليار دولار، حيث كان الهدف من هذه التقنية هو تفادي مثل هذه الآزمات في المستقبل بحيث يمكن توفير الأموال طويلة الأجل لتوظيفها في قروض سكنية طويلة الأجل ومع بداية التسعينيات تعدى استعمالها إلى القروض الموجهة إلى المؤسسات، إلى بطاقات الائتمان، قروض شراء السيارات....الخ.¹

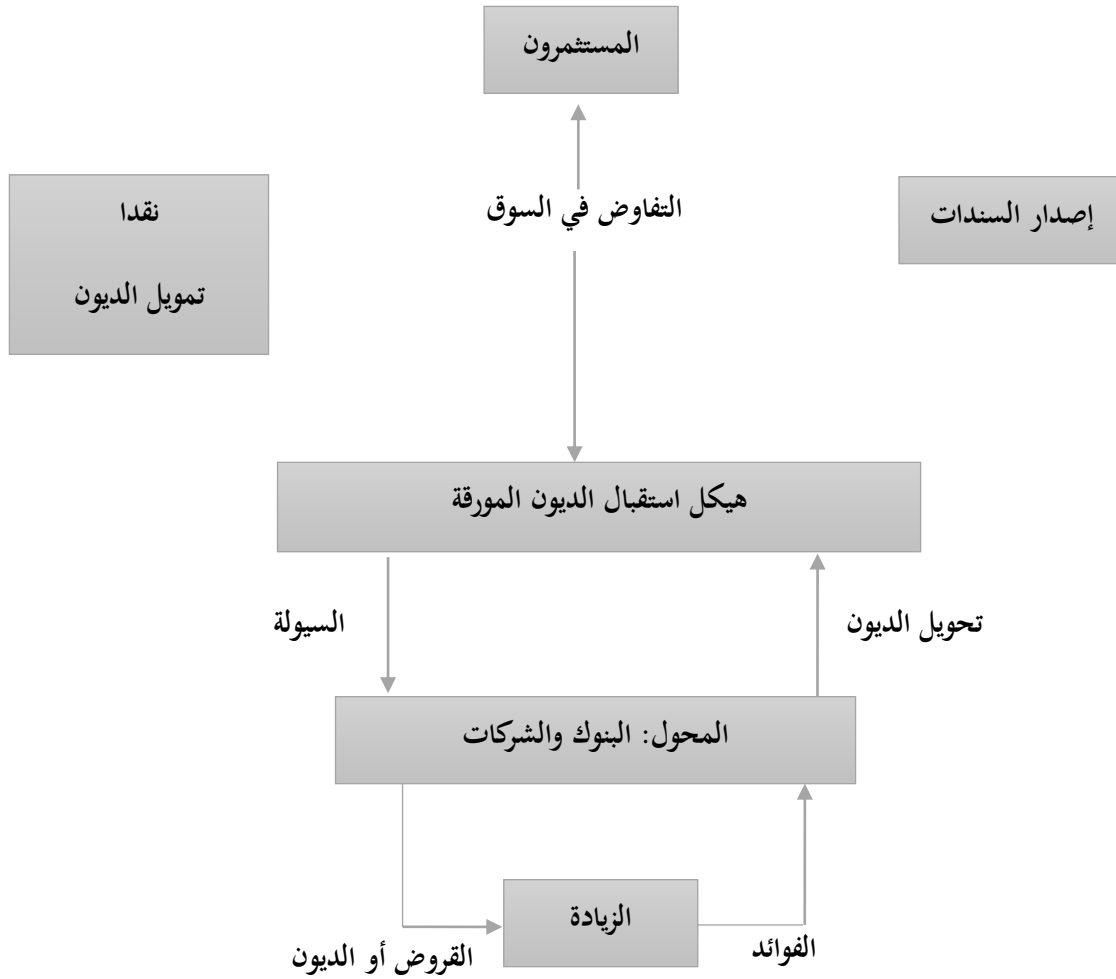
وقد تطورت عملية التوريق بسرعة فائقة وعرفت نمو مذهل إذ بلغ حجم (MBJ) و(CMO) و(ABS) على سبيل المثال في نهاية عام 2007 مستوى 10 ترليون دولار أمريكي، وتمثل هذه السوق قرابة 40% من سوق السندات، وهو مبلغ بعيد عن حجم السندات التي أصدرتها الشركات (5.8 ترليون دولار)، أو السندات التي أصدرتها الخزنة 4.5 ترليون دولار وهي جذابة للغاية لكونها تقدم عوائد عالية مقارنة بسندات الشركات ذات التصنيف المماثل.²

والشكل التالي يوضح العملية المبسطة للتوريق:

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص: 35، 36.

² عبد المجيد فندي، "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية"، مجلة اقتصادية عربية، العدد 46، القاهرة، ربيع 2009، ص: 13.

الشكل رقم (19): العملية المبسطة للتوريد



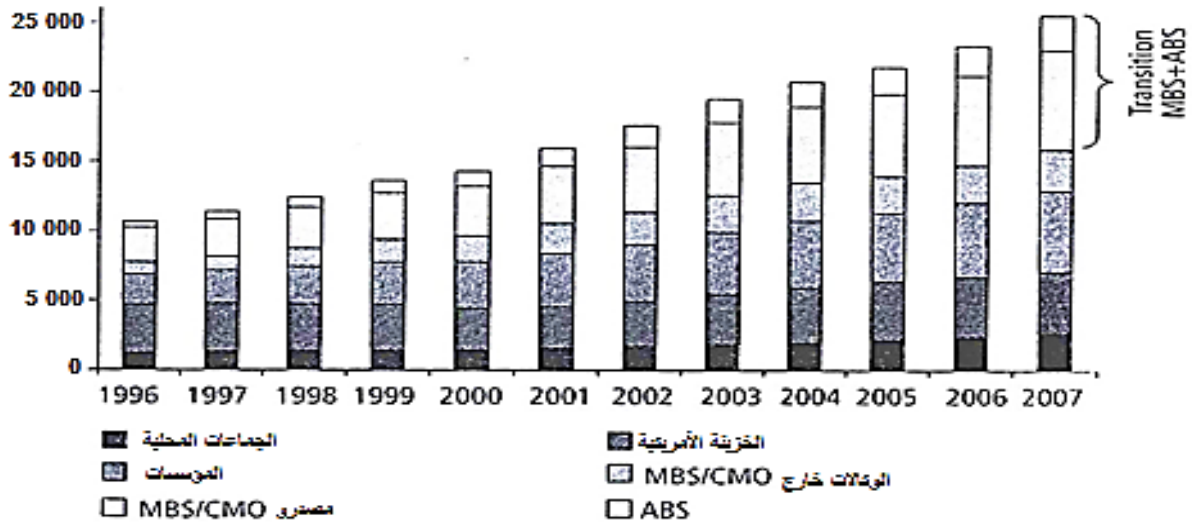
Source: Cathrine Karyotis et Sutries, la Crise financière ENUO concepts clés, Revue Banque, 2009, p 16.

حيث أن المستثمرين يقومون بإصدار السندات لتمويل الديون والتفاوض في السوق من أجل الحصول على السيولة من طرف البنوك والشركات لتحويلها إلى قروض وديون مع الزيادة في أسعار الفائدة، كما تقوم البنوك والشركات بتحويل الديون إلى هيكل استقبال الديون المورقة.

الشكل التالي يوضح سوق التوريد في الولايات المتحدة الأمريكية:

الشكل رقم (20): سوق الأوراق المالية من طرف المصدرين

Le marché obligataire aux États-Unis par type d'émetteurs



Source : Patrick Artus, et autre, « De La crise des subprimes à la crise mondiale », la documentation française, paris, 2009, P: 29.

والجدول التالي يوضح إصدار السندات المالية المضمونة برهونات عقارية دون الفئة الاستثمارية للفترة

(2006-2003).

الجدول رقم (11): إصدارات السندات المالية المكونة برهونات عقارية دون الفئة الاستثمارية للفترة

(2006-2003) مليار دولار نسبة مئوية من المجموع

النوع	2003	جانفي/ جوان 2006
ممتاز	57.6 (52)	67.2 (26)
ثانوي	37.4 (34)	114.3 (44)
Att-A	15.8 (14)	76.5 (30)
المجموع	110.8	258

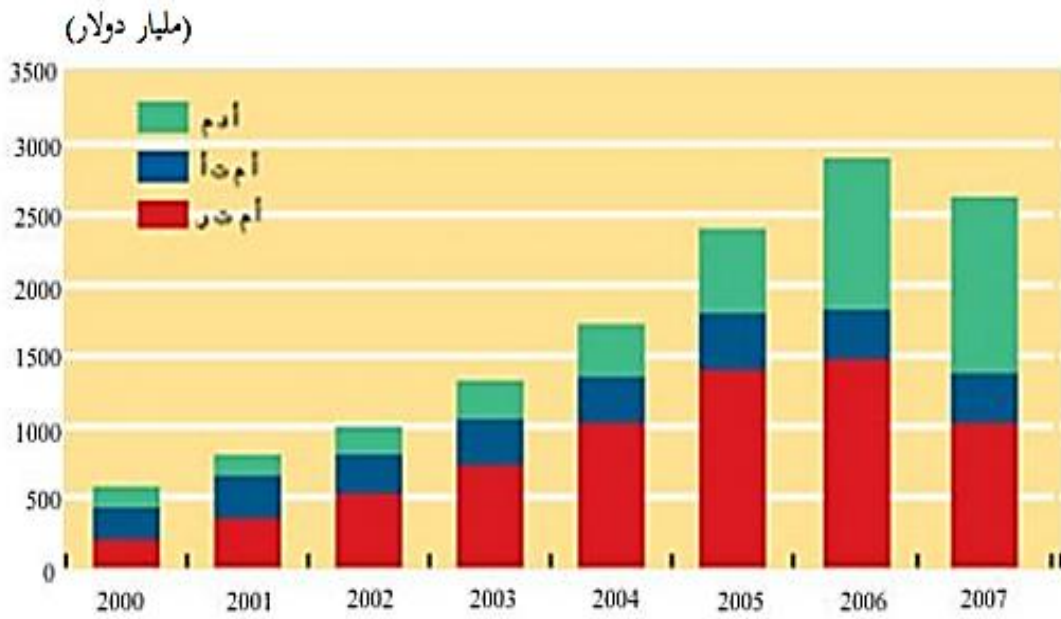
المصدر: راندال دود، الرهونات العقارية الثانوية، مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي،

ديسمبر 2007)، ص: 17.

وفي هذا السياق تجدر الإشارة أن 87 من إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) عام 2000 كان مصدرها مؤسسات ترعاها الحكومة، لكن بحلول عام 2006 تراجعت هذه النسبة لتبلغ 67 عام 2006، ولعل السبب في ذلك هو ارتفاع حصة المؤسسات التي لا ترعاها الحكومة من إجمالي إصدارات (MBS) التي انتقلت من 13 عام 2000 لتبلغ حوالي 33 عام 2006 كما يشير الجدول رقم 11.

والشكل التالي يوضح تصاعد إصدار الإئتمانات المهيكلّة الأوروبية والأمريكية (مليار دولار):

الشكل رقم (21): تصاعد إصدار الإئتمانات المهيكلّة الأوروبية والأمريكية (مليار دولار)



المصدر: لورا كودرس، أزمة ثقة وأكثر من ذلك، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 45، عدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2008، ص 9.

- إ.د.م: التزامات ديون مضمونة.

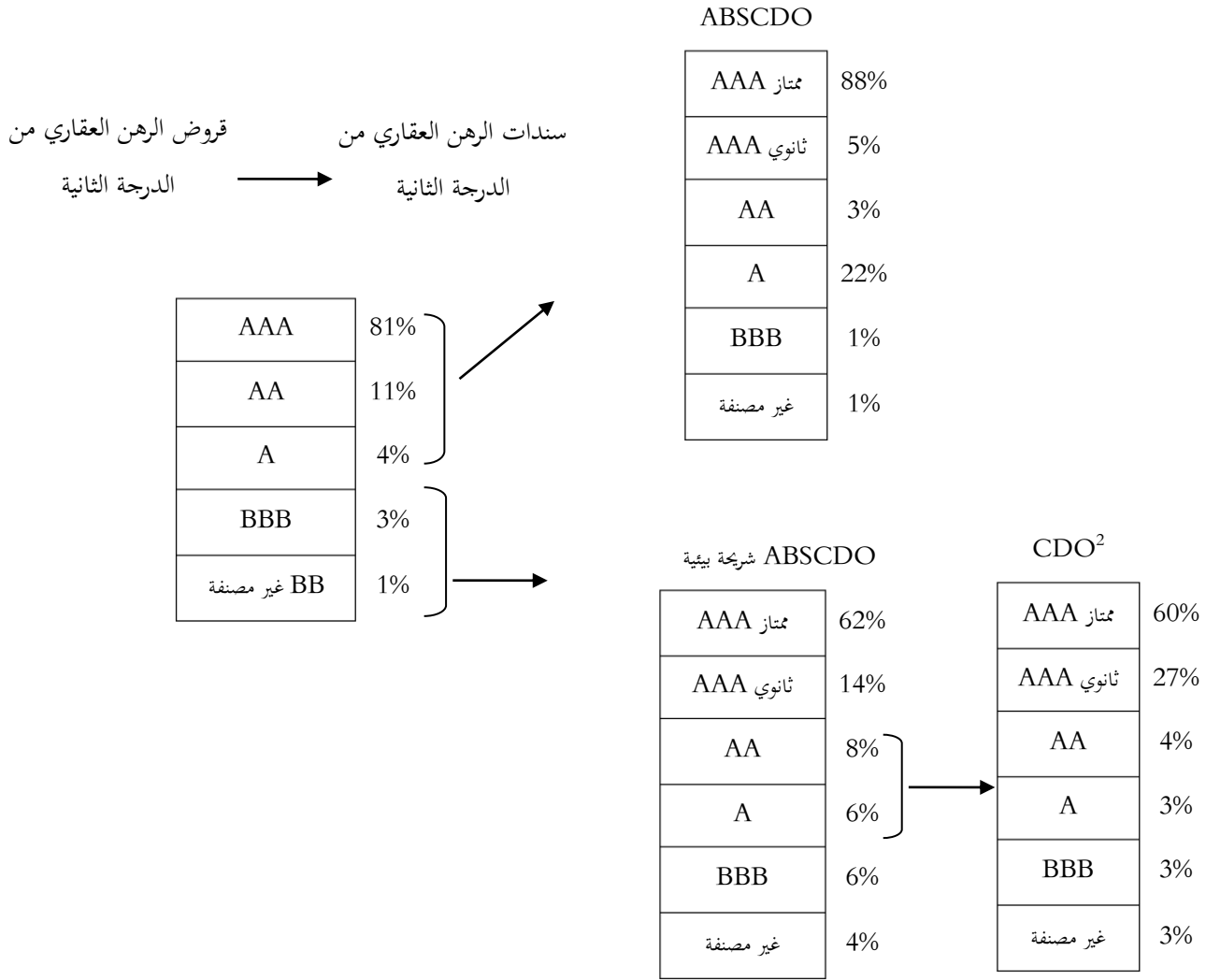
- أ.م.ت.أ: أوراق مالية تساعد أصول، تشمل السيارات بطاقة الائتمان... الخ.

- أ.د.م.و.ت.أ: أوراق مالية تساعد رهنات.

يقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة عن طريق تجميع الصكوك المعروفة لتلك المخاطر (السندات والقروض والأوراق المالية يدعمها الرهن)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى شرائح أو أجزاء تدفع لحائزين مختلفين، وتم تسديد المدفوعات من المجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد يبدأ بالشرائح الممتازة

خ(Senior) (الأقل خطورة) وبتسلسل نازلا من خلال تسويات مختلفة إلى شرائح أكثر خطورة، والشكل التالي يوضح المنتجات العقارية المهيكلة.

الشكل رقم (22): المنتجات العقارية المهيكلة



المصدر: نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013، ص: 167.

من خلال الشكل تكون للشريحة الأدنى مخاطر والشريحة الممتازة (Senior) الحق الأول في الحصول على المدفوعات من رهونات العقارية المجمعة، وتحظى الشريحة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني قد يبلغ أحيانا فئة (AAA) وتحصل على سعر فائدة أدنى، وبعد تسديد الحقوق الممتازة تتلقى الشريحة الوسطى أو الشريحة البينية

(Mezzanine) مدفوعاتها وتمثل الشريحة البينية مخاطر أكبر بكثير، وعادة ما تحظى بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة الإستثمارية أو معدل عائد أعلى، ولا تتلقى الشريحة الدنيا أو الشريحة أسهم حرة الملكية (Equity) إلا إذا تمّ سداد مدفوعات الشرائح الممتازة والبينية بالكامل، حيث أنه إذا لم يكن جزء من التدفقات النقدية المتوقع وفائدتها إلى الجميع وشيك الحدوث (مثلا سبب التخلي عن سداد القرض)، فعندئذ يتعين على حائزي الشرائح الأكثر خطورة يتحملوا هم أولا نقص المدفوعات، وذلك بعد استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية.¹

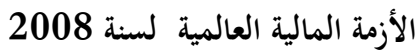
سابعاً: شروط المردودية

اتجه الوسطاء الماليون في استثمار السيولة المالية الضخمة لديهم في مشاريع خدمية ذات مردود إيرادي كبير ثم دورات إنتاجية قصيرة قياساً لمدتها في الأنشطة الانتاجية، مثل نشاط المضاربة بالأوراق المالية والاستثمار في قطاع العقارات كأفضل مجالات الاستثمار لها، وذلك لإرضاء زبائنهم ومع ذلك سبب الاختلالات الاقتصادية الكلية وخاصة انخفاض أقساط التأمين على المخاطر مما شجع المستثمرين على البحث على المردودية دون مراعاة المخاطر، وذلك عن طريق زيادة المنافسة من طرف الوسطاء الماليين خاصة صناديق التحوط فقد تبنت البنوك نوعين من الاستراتيجيات زيادة حجم أنشطتها عن طريق تخفيض شروط منح القروض والابتكارات المالية.²

¹ راندال دود، مرجع سابق، ص: 17.

² Patrick Artus et autres, Op. cit, P: 20.

الأزمة المالية العالمية لسنة 2008



ثامنا: دور وكالات التصنيف الائتماني

يكون تحديد جودة السندات من خلال إحدى وكالات التصنيف الائتماني مثل مؤسسات (ستاندار أند بورز، فيتش وموديز) (Standard & poors, Fitch & Moodys)، ويتم التصنيف الائتماني لتلك السندات بالإعتماد على مجموعة من المعطيات من أبرزها¹:

- جودة محفظة القروض التي تتوقف على ما إذا كانت هذه القروض مضمونة كلياً أو جزئياً من مؤسسات حكومية أو خاصة، وكذلك نسبة تغطية السندات على قيمة السندات المصدرة إلى قيمة محفظة القروض.
- التوزيع الجغرافي للقروض المكونة للمحفظة، فكلما ارتفع سعر الفائدة على تلك القروض، تحقق ضمان أكبر لحملة الأسهم.
- مدى احتمال سداد قيمة القرض قبل تاريخ الاستحقاق، فالسداد المبكر من شأنه أن يؤثر عكساً على نسبة تغطية السندات.

إن جودة القروض التي تتضمنها المحفظة على ضوء العناصر المشار إليها هي التي تحدد مدى قدرة الجهة المنشئة على الوفاء لحملة السندات بقيمة الفوائد إضافة إلى القيمة الاسمية للسندات في تواريخ استحقاقها، وهكذا تحدد جودة محفظة القروض مستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر بغية تتناسب مع حجم تلك المخاطر².

وتستخدم هذه الوكالات نظام الترتيب المتدرج الذي يبدأ بالدرجة (D) وينتهي بالدرجة (AAA) كما ينظم من خلال الجدول الموالي:

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 426.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 427.

الجدول رقم (12): موجز للترتيب الائتماني للأوراق المالية

Sap's	موديز	درجة خزينة الاستثمار
AAA	Aaa	النوعية الاولى
AA	Aa	نوعية عالمية
A	A	المتوسط العالمي
BBB	Baa	المتوسط
BB	Ba	مضاربة معتدلة
B	B	مضاربة
CCC	Caa	مضاربة مرتفعة
CC	Ca	نوعية رديئة
C	C	نوعية فقيرة بدون ربح
D	- -	عجز ومتأخرات

المصدر: نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013، ص 163.

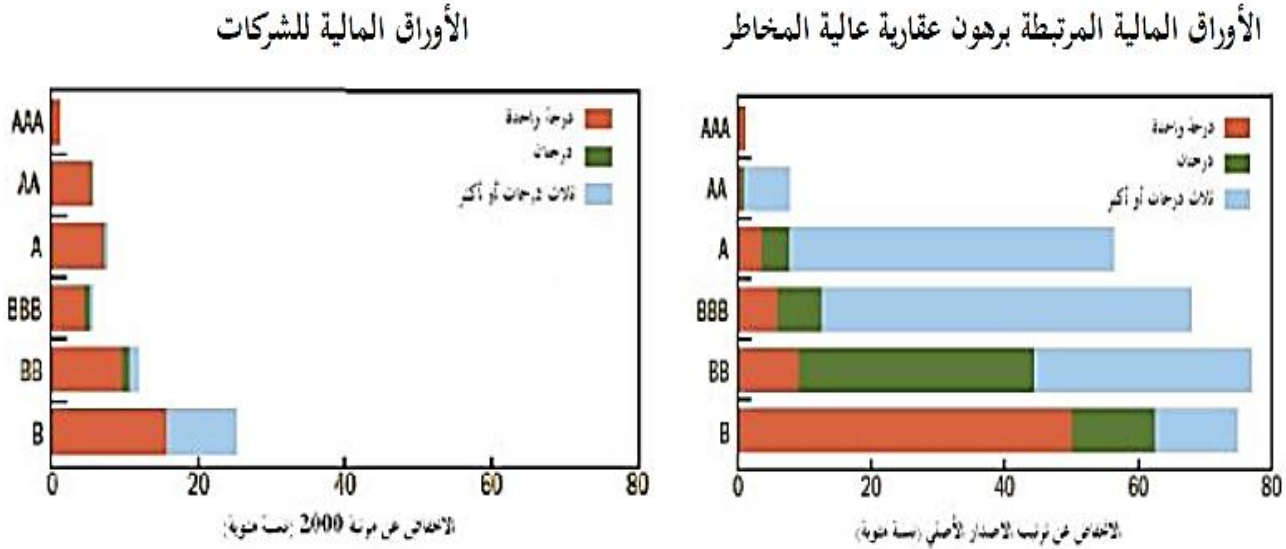
ورغم أن الديون العقارية ذات مخاطر مرتفعة، إلا أن وكالات التصنيف الائتماني قامت بجمع السندات التي تضم مجموعة من هذه الديون عالية المخاطر تصنيفا مرتفعا (AAA) متحملة بذلك جزءا كبيرا من مسؤولية حدوث الأزمة.

إن التصنيف غير الدقيق، نتيجة لصعوبة حصر مخاطر عدم الدفع التي تكمن في هذه المنتجات، جعل الكثير من البنوك والمؤسسات المالية تمتلك هذا النوع من الأوراق المالية المهيكله متجاهلة حجم المخاطر المعروفة لها، وهنا ظهر مشكل عدم تماثل المعلومات من خلال الشك حول نوعية المنتجات المالية، خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري.

الشيء الذي أدى إلى انخفاضها وتراجع ترتيبها من المرتبة (AAA) بأكثر من مرتبة واحدة في نفس الوقت، وهنا أدرك المستثمرون أن احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكلة للتدهور سريع وحاد أكبر من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات.¹

والشكل التالي يوضح تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية:

الشكل رقم (24): تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية



المصدر: راندل دورد، "الرهونات العقارية الثانوية: محسبات أزمة"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007، م ر، ص 16.

المطلب الثالث: قروض الرهن العقاري عالية المخاطر

تسيطر قروض الرهن العقاري على تمويل الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية كما تعتبر أيضا أداة من أدوات الائتمان العالمية باعتبارها شكل من الأشكال التقليدية للقروض الاستهلاكية، كما تستفيد من ضمانات قروض للرهن العقاري من طرف الوكالات الحكومية:²

- قروض الرهن العقاري الثانوية (دون الممتازة Subprime) وهي قروض لمقترضين يتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55%.

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص: 175.

² Gary B. Gorton, the subprime panic, NBFR Working paper. Series (October 2008), p: 4.

- قروض (ALTA) هي قروض مقدمة إلى المقترضين الذين تقل لديهم نسبة القرض إلى القيمة مقارنة بقروض الرهن العقاري وعلى الرغم من أن نسبة القرض إلى القيمة أو وثائق القرض أو وضع أشغال العقار أو نوعه أو العوامل الأخرى تسبب عدم تأهيل القرض في برامج الاكتساب العادية وعدم اكتمال الوثائق بمثابة السبب الرئيسي وراء تصنيف القروض كالقرض البديل من الفئة "أ".

- قرض (Jum 60) هي قروض رهن عقاري ذو مبالغ كبيرة (500 ألف دولار أمريكي إلى مليون دولار أمريكي).

والجدول التالي يوضح قروض الرهن العقاري عالية المخاطر خلال الفترة 2001-2007.

الجدول رقم (13): قروض الرهن العقاري عالية المخاطر خلال الفترة 2001-2007 (بليون دولار).

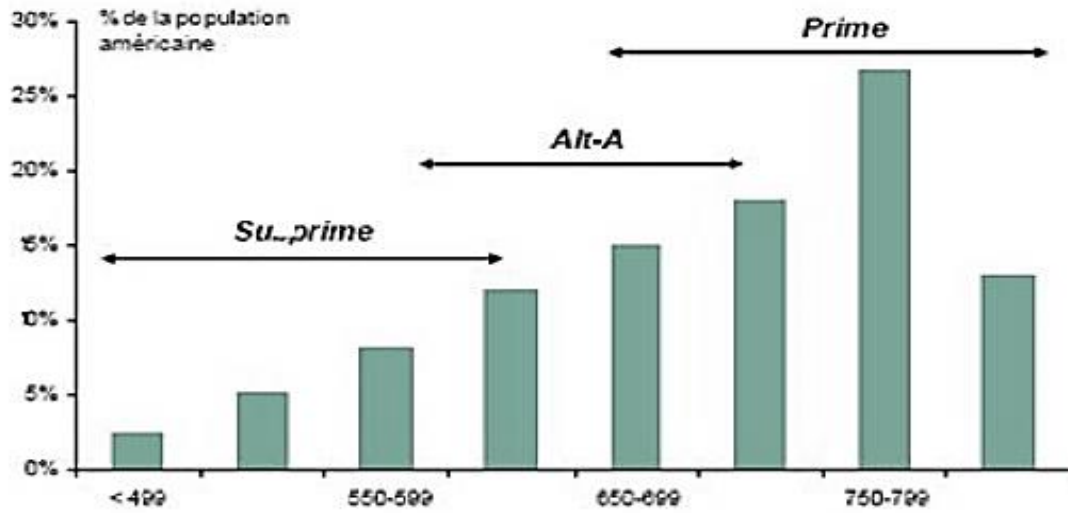
المجموع	Supprime		Alta		Jumbo		السنوات
	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	
1.655	7.2	160	2.5	55	65.0	1.440	2001
1.9149	6.9	200	2.3	67	65.2	1.8882	2002
2.6880	7.9	310	2.2	85	67.9	2.6880	2003
2.055	18.5	540	6.5	170	46.1	1.345	2004
2.185	20.0	625	12.2	380	37.8	1.180	2005
2.100	20.1	600	13.4	480	35.9	1.020	2006
483	13.7	93	14.4	98	42.9	292	الربع الأول 2007
505	7.7	56	13.2	96	48.4	353	الربع الثاني 2007
394	4.9	28	9.5	54	54.7	312	الربع الثالث 2007
347	3.1	14	6.0	27	68	306	الربع الرابع 2007

Source: Marc Jarsulic, Anatomy of financial crisis a real estate Bubble, Run away credit Market, and regulatory failure, Palgrave Macmillan, New york, 2010, p 6.

نلاحظ من خلال الجدول أن قروض الرهن العقاري من نوع **jumbo** كانت أعلى نسبة خلال السنوات من 2001 إلى غاية 2007 مقارنة بالأنواع الأخرى **ALTA** و **Suprime** حيث أن حجمها أيضا ارتفع خلال هذه السنوات.

إن الأفراد يخضعون لتطبيق درجة الائتمان لديهم من قبل ما يعرف بنقاط الفيكو (**Fico**) حيث نجد أن القروض الممتازة (**Prime**) والقروض الضخمة (**Jumbo**) تبلغ نقاط الفيكو أكثر من 700، أما بالنسبة للقروض (**Alta**) فنجدها تتراوح بين 640 و 730، وبالنسبة للقروض الرهن العقاري الثانوية فتتراوح فيها نقاط الفيكو بين 500 و 600.

الشكل رقم (25): توزيع العائلات الأمريكية حسب تطبيق درجة الائتمان من خلال نقاط الفيكو (**Fico**)



المصدر: نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013، ص 163.

ولقد كان القرض الأكثر انتشارا في سوق قروض الرهن العقاري الثانوية هو القرض المضمون بالرهن بسعر متغير (**ARM**)¹ وهي قروض بسعر الفائدة الأولي ثابت خلال العامين أو ثلاثة أعوام الأولى، وبعد ذلك يعاد تقييمها كل عام (أو كل ستة أشهر) خلال السنة المقبلة، (أو 27 سنة).

¹ القرض المضمون بالرهن بسعر متغير Adjustable Rate Mortgage (ARM) Loan يقصد به القرض المضمون بالرهن بحيث يتغير سعر فائدته بصفة دورية بناء على سعر مؤشر محدد.

وفي نوفمبر 2007، ارتفع عدد قروض الرهن العقاري الثانوية إلى 7.75 مليون، أي 14% من سوق الائتمان في الولايات المتحدة.¹

الجدول رقم (14): ترتيب المؤسسات العشرة الأولى المنشئة لقروض الرهن العقاري الثانوية لسنة 2006

الترتيب	المؤسسة	الحجم (مليار دولار)	نسبة من السوق (%)
1	HSBC	52.8	8.8%
2	New Century Financial	51.6	8.6%
3	Countrywide	40.6	6.8%
4	Citigroup	38.0	6.3%
5	WMC Mortgage	33.2	5.5%
6	Fremont	32.3	5.4%
7	Amériquest Mortgage	29.5	4.9%
8	Option One	28.8	4.8%
9	Wells Fargo	27.9	4.6%
10	First Franklin	27.7	4.6%
11	25 المؤسسة الأولى	543.2	90.5%
	المجموع	600	100%

Source: Klein Laure, la crise des subprimes, edition revue banque, Paris, 2008, p 41.

يوضح الجدول ترتيب المؤسسات العشرة الأولى المنشئة لقروض الرهن العقاري الثانوية خلال عام 2006، حيث احتلت المرتبة الأولى مؤسسة HSBC بقيمة 52.8 مليار دولار.

¹ Klein Laure, la crise des subprimes, edition revue banque, Paris, 2008, p 29.

المبحث الرابع: عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم الآثار المترتبة عنها

انتقلت الأزمة المالية العالمية عبر قنوات عديدة حيث ألفت بظلالها على الاقتصاد الأمريكي والعالمي، وطالت مختلف القطاعات الاقتصادية، وأدت الى خسائر يصعب حصرها، ونظرا للتراط والتشابك بين الاقتصاد الأمريكي والأوروبي ودول العالم الأخرى كان أثر الأزمة المالية العالمية أكثر وضوحا وذلك في وقت قياسي لم يكن أحد ليتوقعه، وسيتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

– عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم قنوات انتقالها.

– آثار الأزمة المالية العالمية.

المطلب الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم قنوات انتقالها

نشأت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وبلغت ذروتها في سبتمبر /أكتوبر عام 2008 عندما قررت الحكومة عدم إنقاذ بنك الاستثمار "ليمان براذرز (Lehman Brothers)" في حين كانت الحكومة الأمريكية قد ساعدت قبل ذلك، بنك الاستثمار بير ستيرنز (Bear sterner)، والوكالات العقارية "فريدي ماك" و"فاني ماي، والقرار العكسي في حالة بنك "ليمان براذرز" زرع الاستقرار في الأسواق المالية العالمية.

وقد تطورت الأزمة بعد ذلك بصورة سريعة مؤثرة بذلك على الشركات التأمين كمجموعة أمريكان أنترناشيونال غروب (AIG) التي تعتبر أكبر شركة تأمين في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى جانب كثرة حالات الإندماج القسري للبنوك بطريق الاستحواذ، وحالات إشهار الإفلاس التي طالت العشرات من البنوك والمؤسسات المالية العملاقة، حتى بلغ عددها في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها، بعد شهرين فقط من انفجار الأزمة المالية، تسعة عشر بنكا عملاقا كإفلاس بنك "ليمان براذرز (Lehman Brothers)"، وميريل لنش (Mirill Lynch) الذي اشتراه بنك أوف أمريكا (Bank of Américain) وتحول بنكي مورجان ستانلي (Morgan stenley) وجولدمان ساكس (Goldman Sacks) بإدارتها إلى مجموعتين مصرفيتين تابعتين لبنكا الاحتياط الفيدرالي للحصول على مساعدته في مواجهة الأزمة.¹

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2009، ص ص: 47-48.

وقد انتقلت عدوى الأزمة إلى الأسواق المالية وكانت أسهم القطاع المصرفي قاطرة الإنهيار في أسعار الأسهم، وقد زادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من تراجع المؤشرات، فمثلا تراجعت أسهم "سي تي جروب" بنسبة 15%، وهبطت أسهم "غولدمان ساكس" ب 12% وتراجعت أسهم "جي بي مورغان تشيس أند كومباني" بنسبة 10%. أما "مورغان ستانلي"، أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، فقد تراجعت أسهمه بنسبة 14% وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض مما هدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان.¹

إن الأزمات والإضطرابات التي تعصف بالاقتصاد الأمريكي تتعدى الحدود الأمريكية لتلقي بضالها على غير قليل من الدول، وهو ما تؤكد ماديات انتشار أزمة الرهن العقاري. ويعزى ذلك إلى قوة الاقتصاد الأمريكي، فهو يمثل ما يقارب ثلث الناتج العالمي، ويستأثر بأكثر من ثلث التجارة العالمية، وارتكازا على عدد المؤشرات:²

– معدل التشابه المرتفع في البنية الاقتصادية تأثيرا وتأثرا. في ما ارتبط منه بالمراكز الرأسمالية.

– معدل الارتباط المرتفع بين المراكز الرأسمالية وبين القطب الأمريكي من خلال الصادرات الأمريكية.

– معدل ارتباط الأطراف (الدول النامية) بصفقتها مستودع للخامات بالاقتصاد الأمريكي.

يمكن تلخيص هذه القنوات فيما يلي:

أولا: آلية التوقعات ودور سلوك المستثمرين

تقوم الوحدات الاقتصادية المختلفة وخاصة المستثمرين والمضاربين بالتوقع حول المستقبل عند اتخاذ قراراتها، وتتأثر توقعاتها بعوامل اقتصادية ونفسية معقدة الأمر الذي يجعلها ذات طبيعة غير منتظمة ولا تستند بالضرورة إلى المنطق أو المنطق أو الرشد الاقتصادي.

ويصنف الاقتصاديون التوقعات إلى توقعات متفائلة وتوقعات متشائمة. فإذا تفاعل المستثمرين أو المضاربون حول المستقبل فأنتهم يقومون بالتوسع في استثماراتهم ومضاربهم. أما في حالة التشاؤم فيحجمون عن

¹ حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية محاولة للفهم، ص: 9-10.

[http://www.siiroline.org/alabwab/mowat\(28\)/333.ht](http://www.siiroline.org/alabwab/mowat(28)/333.ht) visité le 25/11/2017.

² عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، "الأزمات المالية سجل التدويل وأطروحات التعلم الثلاثي"، المؤتمر العلمي حول الأزمة المالية الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، عمان، الأردن، 21 ديسمبر 2010، ص: 10.

الاستثمار مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة. ونظرا للطبيعة المعقدة لهذه التوقعات فإن أحدا لا يستطيع التنبؤ باتجاهها.

وعلى صعيد أزمة الرهن العقاري لعبت التوقعات دورا كبيرا وساهمت في تفاهم الأزمة، فانفجار الفقاعة العقارية قد أوجد حالة من التوقعات التشاؤمية حول التطورات الاقتصادية المستقبلية وحول قيمة الأصول المالية، الأمر الذي دفع بالمستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمارات الجديدة أو تقليصها على الأقل، ودفع بالبنوك إلى الإحجام عن الإقراض سواء فيما بينها أو للأفراد مما ساهم في ارتفاع معدلات الفوائد وخلق شح في السيولة. ومن جهة أخرى أدت التوقعات المتشائمة إلى موجة من الهلع في أوساط الأفراد العاديين والمضاربين ودفعتهم إلى إقبال الشديد على بيع الأسهم وغيرها من الأصول لتجنب الخسائر المحتملة،¹ الأمر الذي أدى بدوره إلى مزيد من الانهيار الاقتصادي.

ثانيا: قناة الأسواق المالية

قد يؤدي أي خلل مالي في أحد الأسواق المالية الدولية الرئيسية إلى اختلالات موازية في الأسواق المالية العالمية الأخرى ما تلبث أن تتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، نظرا لتعاظم سوق الأوراق المالية في الدول، وتوجه الكبير من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استنادا إلى عمليات المضاربة التي تتم في هذه السوق. وبما أن السوق الأمريكي يلعب دور القائد للأسواق العالمية (يشكل حوالي ثلث حجم السوق المالي).

ونظرا لارتباط السوق الأمريكي ارتباطا عضويا وخاصة بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، فإن أي تراجع في نشاط الاقتصاد الأمريكي يجعل الشركات في هذه الدول تعاني من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في التقهقر، وينعكس ذلك في انخفاض أسعار الأسهم على المستوى العالمي، أخذين في الاعتبار أن مؤسسات المال العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية تركز على تنويع محافظها المالية عن طريق الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة، وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي من البورصات العالمية.

¹ طالب عوض، "أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية"، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، ص: 5.

وهذا التراجع لم يقتصر على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المالية المدرجة، وذلك يعكس أن الصعوبات التي تواجهها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي.¹

لقد كان لآلية التوريق الدور الكبير في عدوى انتشار أزمة الرهن العقاري، من خلال قيام البنوك الأمريكية بتحويل الكبير من القروض العقارية إلى سندات مغطاة بأصول وطرحها للتداول في البورصات الأمريكية بأقل من قيمتها تحت ضغط الحاجة للسيولة، الشيء الذي أثار حالة تهاوت عالمية لاقتنائها شملت بالإضافة إلى مستثمرين أمريكيين الكثير من المستثمرين من غير الأمريكيين، حيث تم اقتناء تلك الأصول من طرف البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين من مختلف أنحاء العالم، وهو السبب الجوهرى الذي منح الأزمة عند نشوبها بعدا عالميا.²

كما أن العديد من البنوك، ولأنها لا تتوافر على الخبرة للأزمة لتحليل التعرض إلى مخاطر الأوراق المالية، اعتمدت بصورة كبيرة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة الواجبة، وبالتالي عندما بدأ تدهور مرتبة الأوراق المالية التي تساندها أصول من المرتبة (AAA) في جويلية 2007 تكبدت الشركات المانحة للقروض خسائر كبيرة.³

أما بالنسبة صناديق التحوط فقد كان لها دور كبير في انتشار الأزمة والاضطرابات عبر الحدود، ذلك من خلال ضخامة موقعها بالنسبة إلى كل من أوراق مبادلة مخاطر الائتمان (CDS Credit Default Swap) المنحدرة من قروض المؤسسات و (CDO) و (ABS) المنحدرة من عملية التوريق، ولأنها تمثل أكبر مشتر للالتزامات الدين المضمونة والمدعومة بقروض الرهن العقاري الثانوية والبالغة 1396 مليار دولار، فإن انهيار أسعار الشرائح عالية المخاطر دفع إلى بيع أصول أخرى، خاصة تلك التي لها أرباح كبيرة فير محققة مثل أسهم الأسواق الناشئة، وهبطت بذلك أسواق الأسهم على مستوى العالم، كما هبطت بالمثل معظم عملات الأسواق الناشئة من حيث القيمة وأن استردت عافيتها سريعا.⁴

¹ Christophe Blot & Autres, « la finance mondiale discréditée », revue de IOFCE, N° 105 (2008\2), P p: 285-286. Sur le site <http://www.cairn>. Info. Visité le 20/05/2009.

² عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص: 12.

³ راندال دود وبول ميلز: "نفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، مرجع سابق، ص: 16.

⁴ راندال دود: " الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة"، مرجع سابق، ص: 19.

ثالثاً: قناة سعر الصرف

يعتبر سوق النقد جزءاً من أسواق المال وفيه تتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل وفي مقدمتها العملات، وهذه السوق أكثر عرضة للتأثر من غيرها بالأزمة الاقتصادية العالمية. فقد ساهم الدولار الأمريكي باعتبار من أهم العملات المتداولة في هذه السوق، في تدويل الأزمة وإعطائها بعداً عالمياً فيما يعرف بـ "الاحتباس الدولاري"، باعتبار أنه ومنذ نهايات الحرب العالمية الثانية والاقتصاد العالمي محتبس ضمن العملة الأمريكية الدولار، عملة "التجارة العالمية" دون منازع و"وحدة الاحتياطيات الدولية" دون شريك و"آلية التسوية الدولية" دون أدنى تحفظات.¹

لقد كان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية أثر على أسواق النقد الأجنبي، إذ انخفض سعر الصرف الفعلي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه في منتصف عام 2007 بما يقارب 15% منذ بداية ديسمبر 2008 مقابل اليورو، في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية في السندات والأسهم الأمريكية نتيجة لانخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها.²

كما سجلت قيمة الدولار في احتياطيات العملات العالمية تراجعاً، حيث كانت في منتصف عام 2008 تشكل 62,4% فقط من العملات التي تحتفظ بها البنوك المركزية، مقارنة بنحو 71,2% في نهاية عام 2000، وخلال الفترة ذاتها ارتفع نصيب اليورو من 17% إلى 28% على المستوى العالمي، أما الين الياباني الذي يقف شاهداً على قوة اليابان في الفترة (1970-1990) فقد تدهور هو الآخر من 6,1% إلى 3,4% فمنذ اللحظة الأولى لتطبيق خطة الإنقاذ الأمريكية تماهى الدولار في جولة من جولات التهاوي المتكررة والمستمرة. وفي ظل هذه المعطيات فإن السياسة النقدية التي تقوم على الارتباط بالدولار في دول العالم تحتاج إلى وقفة للوقاية من عدوى الأزمة الأمريكية واستفحاحها وذلك للاعتبارات التالية:³

- إن استمرار تراجع الدولار يلقي بظلاله على اقتصاديات الدول المرتبطة عملاتها بالدولار، وذلك نتيجة الارتباط المرتفع عبر قناة الصفقات التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية، فانخفاض سعر صرف الدولار له تأثير مزدوج على اقتصاديات هذه الدول، نتيجة للارتباط الدولاري من جهة، وبسبب تعسير الصادرات والواردات السلعية من جهة أخرى. وبذلك تكون الخسائر مزدوجة.

¹ عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص: 14.

² صندوق النقد الدولي، "الاسكان والدورة الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 48.

³ عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص: 14-15.

- من جهة التحليل الاقتصادي الكلي فإن ارتباط عملات الدول التابعة بالدولار الأمريكي يؤدي قسرا إلى تبني السلطات النقدية في هذه الدول نفس مسار الدولار الأمريكي، ففي حالة انتهاز الولايات المتحدة الأمريكية سياسية نقدية توسعية عن طريق آلية خفض سقر الفائدة على الدولار، فإنه يستوجب خفض معدل الفائدة تلقائيا على عملات الدول التابعة رغم اختلاف طبيعة البنيان الاقتصادي لهذه الدول عن الاقتصاد الأمريكي، وقد تدخل السياسة الاقتصادية لهذه الدول حالة من "اللاتوافق" على اعتبار أن اقتصاد هذه الدول قد لا تعاني من أزمة ولا تشكو من تباطؤ في النمو ولا تخيم عليه حالة من الكود.

- هذا المنحنى في السياسة النقدية، وإن كان يناسب الاقتصاد الأمريكي المتعثر، فإنه لا يناسب اقتصاديات الدول التابعة، وبقلل من آليات ضبط التضخم، كنتيجة لارتفاع المعروض النقدي، كما أنه يؤدي إلى انخفاض قيمة احتياطات الدول في مقابل العملات الأخرى، وهو ما يعني خسارة المليارات من العملات المحلية بسبب تراجع الدولار. ولعل هذا ما يدفع بالعديد من الدول إلى الخروج من مضلة الدولار.

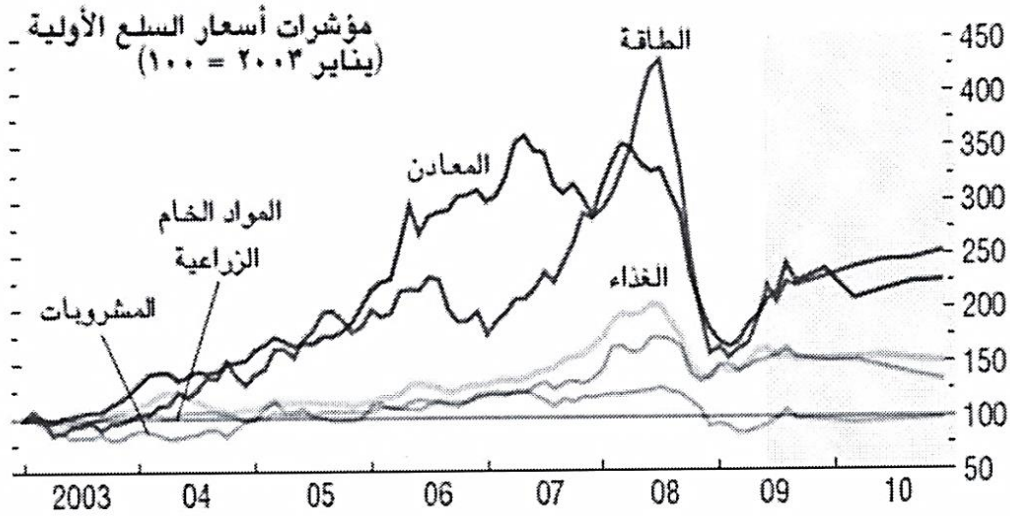
رابعاً: قناة المعاملات التجارية الخارجية وأثار التغذية العكسية

إضافة إلى تدفقات الأموال والأصول بين الدول التحرير التجاري المصاحب لتعزيز ظاهرة العولمة قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات. وتعتبر السوق الأمريكية من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية، فهي الأولى على صعيد صادرات الخدمات التجارية، حيث تصل مساهمتها إلى حوالي 14% من تجارة الخدمات التجارة العالمية، كما تعتبر الولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم.

وهذا ما يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دولياً،¹ فإلى جانب تأثير الدولار على أسعار السلع الأساسية يمكن أن يساهم أيضاً في انتشار الأزمة من خلال قناة التجارة، نظراً لحجم الدولار في فورة التجارة العالمية، وهو يعني أن دخول الولايات المتحدة في ركود سيقود تراجعاً بدرجات متفاوتة في اقتصاديات كافة الدول الأخرى.

¹ عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص: 4.

الشكل رقم (26): أسعار السلع الأولية والبترول (مؤشرات أسعار السلع الأولية جانفي 2003=100)



المصدر: صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، أفاق الاقتصاد العالمي (أكتوبر 2009)، ص: 45.

يلاحظ من خلال الشكل أن أسعار السلع الأولية (الذهب، الألمنيوم، النحاس، الذرة، القمح..) عرفت انخيار كبيرا خلال النصف الثاني من سنة 2008، لتعرف بعد استقرار في أوائل 2009 على الرغم من الزيادة الكبيرة في المخزون نتيجة ضعف الطلب أثناء فترة الركود. فقد قام المستثمرون بتصفية مراكزهم في أصول السلع الأولية لذات الأسباب التي أدت إلى خفض نسب التمويل بالديون بطريقة غير منتظمة، فالكثير من الأدوات الاستثمارية المرتبطة بالسلع الأولية هي منتجات مالية متداولة في السوق الثانوية. كما أن المستثمرين اضطروا إلى تصفية بعض المراكز في استثمارات السلع الأولية التي كانت على الرفع المالي بدرجة كبيرة إضافة إلى سعيهم إلى زيادة حيازاتهم من الأصول الآمنة.¹

أي مع بداية أزمة الرهن العقاري، ويرجع ذلك في جزء منه إلى انخفاض استهلاك العائلات الأمريكية الذي يرتبط بشكل وثيق بالزيادة في الدخل والثرء الشخصي للأسر، إلى جانب ما استفادت منه الأسر الأمريكية من الارتفاع في الأسواق العقارات والأوراق المالية على مدى العقد السابق. ويعود هذا الانخفاض في جزء إلى التراجع الكبير في أسعار العقارات، إلى تشديد معايير الإقراض وارتفاع معدلات البطالة بينما باغ الانخفاض معدلات سائلة بحلول عام 2008.

وعموما ساهم انخفاض الطلب وانكماش التجارة الدولية في انتشار الأزمة، حيث خضعت البلدان الأكثر توجها نحو التصدير لانكماش كبير في الناتج المحلي الإجمالي (ألمانيا 4,7-%، اليابان 5,2-%) كما ظهر بعض

¹ صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص 45.

التأثير على صادرات عدد من الاقتصاديات التي تربطها بالولايات المتحدة معاملات كثيفة. وتأثرت البلدان النامية بشكل متباين، حيث حدث تراجع في إيرادات الصادرات التي تحققها البلدان المصدرة للمعادن نظرا لانخفاض أسعارها عن الذروة التي كانت وصلتها في منتصف عام 2007، وعانى آخرون من تراجع في التحويلات المالية من المهاجرين أو انخفاض في الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث انخفض حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في جميع أنحاء العالم بنسبة 37% عام 2009.¹

أما في البلدان الناشئة فقد كان امتداد المشاكل محدودا، ولم تنشأ أزمة كبرى، كما لم يحدث هروب لرأس المال على نحو يزعزع الاستقرار غير أن النشاط التجاري ككل استمر عند مستوى جيد إذ ارتفع حجم التجارة العالمية من السلع والخدمات ولكن لمعدل نمو أقل مقارنة بالسنوات السابقة، حيث بلغ حجم التجارة العالمية (متوسط التغير السنوي للصادرات والواردات العالمية كنسبة مئوية) 3,3% عام 2008، مقارنة بما نسبته 7,2% عام 2007، 9,2% عام 2006 و 7,7% عام 2005.²

المطلب الثاني: آثار الأزمة المالية العالمية

نجم عن الأزمة المالية العالمية مجموعة من الآثار والانعكاسات التي شملت الميادين والمجالات والقطاعات المختلفة، فهي أعنف أزمة شهدتها العالم منذ أزمة الكساد الكبير، وستناول في هذا المطلب أهم تلك الآثار والمتمثلة فيما يلي:

أولاً: آثار الأزمة على معدلات النمو

ثانياً: ارتفاع معدلات البطالة

ثالثاً: تراجع جوهري في أسواق الأسهم

أولاً: آثار الأزمة على معدلات النمو

تأثرت القطاعات الاقتصادية المختلفة في مختلف دول العالم بالأزمة المالية العالمية، وهذا الأمر أدى إلى تأثيرات سلبية في معدلات النمو الاقتصادي العالمي، حيث أدى إلى حصول تباطؤ اقتصادي عالمي، حيث أعلن صندوق النقد الدولي العالمي وبعده العديد من الحكومات أن اقتصاديات البلدان المتقدمة تنتقل من مرحلة النمو البطيء إلى مرحلة الجمود والانحسار ثم الانكماش وربما الانهيار أي أن وتيرة نموها ستكون سالبة خلال سنة 2009 وهو ما حدث فعلاً. والجدول التالي يمثل توقعات النمو الاقتصادي العالمي 2007-2009:

¹ راندال دود وبول ميلز: "نفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، مرجع سابق، ص: 18.

² صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص: 204.

الجدول رقم (15): توقعات معدل النمو الاقتصادي 2009-2007

2009	2007	
-1.4	5.1	الناتج العالمي
-3.8	2.7	الاقتصادات المتقدمة
-4.5	2.7	منظمة اليورو
-2.6	2	الولايات المتحدة
7.5	13	الصين
5.4	9.4	الهند
-5.2	5.7	الاقتصادات الآسيوية الصاعدة

المصدر: حميد الجميلي، الهندسة الاقتصادية للعملة واستشراف مستقبل الرأسمالية، الوراق للنشر والتوزيع، 2011، ص 660.

نلاحظ من خلال الجدول تراجع معدلات النمو خلال سنة 2009 في معظم دول العالم. الجدول التالي يبين عجز الحساب الجاري بالنسبة للناتج المحلي الاجمالي 2009-2007:

الجدول رقم (16): عجز الحساب الجاري بالنسبة للناتج المحلي الاجمالي

2009	2008	2007	
-2.9	-4.9	-5.2	الو.م.أ
-0.6	-0.7	0.3	منظمة اليورو
2.8	3.2	4.8	اليابان
-1.3	-1.7	-2.7	المملكة المتحدة
4.1	5.9	7	الصين والهند
5.1	2.6	4.9	إسبانيا
-0.3	-0.3	0.7	المكسيك وأمريكا الجنوبية

Source: Phellipe Arestis, Rogério Sobriere, and José Louis Overio, « An Assessment of the global Impact of the Financial Crisis », Palgrave macimillan, 2001, U/C, P 2.

نلاحظ من خلال الجدول عجز الحساب الجاري بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي بالسنوات 2007، 2008، 2009 خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية.

كما أن هذه الأزمة أدت إلى تراجع حاد في عمليات الاستهلاك حيث أدت حالة الركود في الاقتصاد الأمريكي إلى انخفاض في القوة الاستهلاكية وفي إنفاق الشركات حيث انخفض الاستهلاك إلى حوالي 3.1% وكذلك انخفض الإنفاق على السلع المعمرة بـ 14%¹.

في السنة التي أعقبت اندلاع أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في أوت 2007 تباطأ النشاط الاقتصادي بسبب تشديد قيود الائتمان وانزلاق الاقتصاديات المتقدمة في حالة من الركود رغم الجهود التي بذلها صانعو السياسات للحفاظ على السيولة، الأسواق ورؤوس الأموال، حيث حدث اضطراب مكثف في تدفقات تمويل التجارة ورأس المال العامل، وعمدت البنوك إلى تشييد معايير الإقراض، كما شهدت أسعار الأسهم هبوط حاد ونظرا لأن التجاوزات والإخفاقات أصابت صلب الجهاز المصرفي فقد انتقلت المضاعفات بسرعة إلى القطاعات وإلى كل البلدان في الاقتصاد العالمي.

ثانيا: ارتفاع معدلات البطالة

لم تتوقف آثار الأزمة الاقتصادية العالمية على هبوط معدل نمو الناتج المحلي العالمي لكل المجموعات الدولية، بل تجاوز ذلك إلى معدلات البطالة فلقد زاد معدل البطالة على المستوى العالمي بشكل متسارع. والجدول التالي يوضح معدلات البطالة في الاقتصاد العالمي للفترة 2007-2010.

الجدول رقم (17): معدلات البطالة في الاقتصاد العالمي 2007-2010 (%)

المجموعة الدولية	2007	2009	2010
الاقتصادات المتقدمة	5.4	8	7.2
الو.م.أ	4.6	8.9	10.1
اليابان	3.8	4.6	5.6
منظمة اليورو	7.5	10.1	11.5

المصدر: حميد الجميلي، الهندسة الاقتصادية للعملة واستشراق مستقبل الرأسمالية، الوراق للنشر والتوزيع، 2011، ص 661.

¹ يونس أبو فارة، "الأزمات المالية والاقتصادية، بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008"، دار وائل للنشر، جامعة الخليل، فلسطين، 2015، ص: 118.

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع معدلات البطالة بالسنوات 2007، 2009 و 2010 حيث ارتفعت في الولايات المتحدة الأمريكية من 4.6% إلى 8.9% لتصل في سنة 2010 إلى 10.1%. والجدول التالي يوضح معدلات البطالة في منطقة اليورو:

الجدول رقم (18): معدلات البطالة في منطقة اليورو

2011	2010	2009	2008	2007-2000	
5.5	5.4	5	3.8	4.4	النمسا
9.4	9.3	7.9	7	7.7	بلجيكا
9.6	9.8	8.2	6.4	8.6	فلندا
9.9	10	9.4	7.8	8.9	فرنسا
9.3	8.6	7.5	7.3	8.9	المانيا
13	12	9.5	7.7	9.9	اليونان
13	13.5	11.8	6	4.5	ارلندا
8.6	8.7	9.1	6.7	8.1	ايطاليا
4.7	4.9	3.4	2.8	3.5	هولندا
10.3	1.1	9.6	7.7	6.2	برتغال
10.5	10.5	9.4	7.5	8.3	باقي اليورو

Source: Phellipe Arestis, Rog  tio Sobriere, and José Louis Overio, « An Assessment of the global Impact of the Financial Crisis », Palgrave macimillan, 2001, U/C, P 86.

نلاحظ من خلال الجدول ان معدلات البطالة في منطقة اليورو قد بلغت ذروتها خلال السنوات 2009، 2010 و 2011.

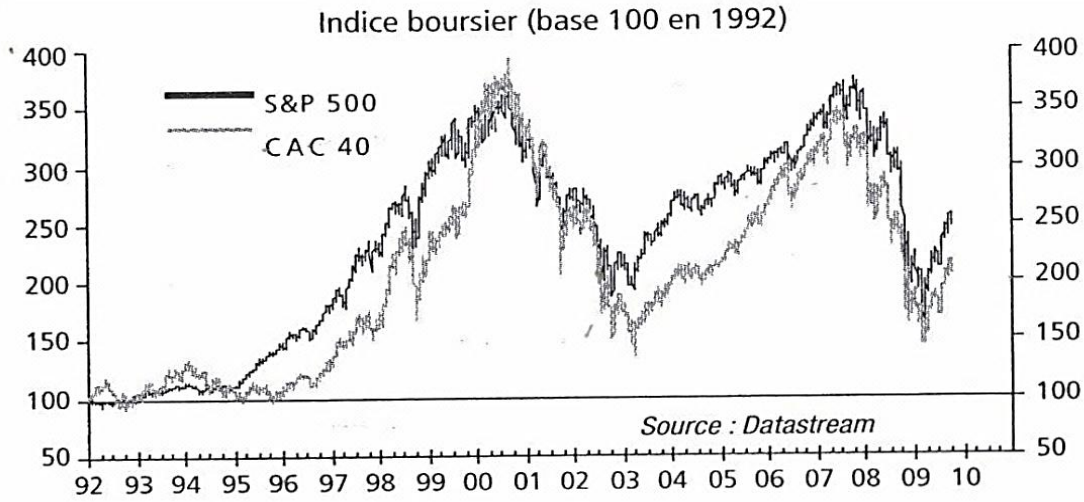
ثالثا: تراجع جوهري في أسواق الأسهم

تسببت الأزمة المالية العالمية في تراجع جوهري في أسواق الأسهم في الدول المتقدمة والناشئة والنامية، ما بين جويلية 2007 ومارس 2009 أكبر البورصات العالمية خسرت أكثر من 40 من قيمتها من قيمتها.¹ وبلغت خسائر الاسهم عالميا 25 ترليون دولار.²

¹ جيان ماريا مليسي-فيريتي، "حظوظ متغيرة ، مجلة التمويل والتنمية"، مارس 2009، ص: 20.

² عبد العزيز قاسم محارب، "الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة"، الإسكندرية، 2011، ص: 84.

الشكل رقم (27): تقييم مؤشرات البورصة منذ 1992



Source : Patrick Artus, et autre, « De La crise des subprimes à la crise mondiale », la documentation française, paris, 2009, P 69.

ولقد أوصى كل من محافظ البنك الفدرالي ووزير الخزانة الأمريكي بضرورة تخصيص كم كبير من التمويل لإعادة الاستقرار للقطاع المالي الأمريكي كذلك تدخلت الحكومة الأمريكية في سوق المال وذلك بمنع البيع على المكشوف لنحو 799 سهم مدرجة في سوق الأسهم الأمريكية وتبلغ التقديرات المبدئية للتكلفة المالية للخزانة الأمريكية في المشروع الذي قدمته إدارة "بوش" في سبتمبر 2008 بحوالي 700 مليار إلى تريليون دولار أمريكي. والمفارقة الغريبة أن وصفة العلاج التي طرحتها الدول الغربية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية لمواجهة الأزمة تتعارض مع ما تنادي به دائما من حرية القطاع المالي.

وفي إطار الخروج من الأزمة أيضا فإن اللجوء للتأمين بات حلا مطروحا كورقة أخيرة في أيدي تلك الحكومات للدفاع عن الاقتصاد القومي، وقد شهد مسلسل تأمين بعض المؤسسات المالية حلقات جديدة، منها تأمين "أندي ماك" (IndyMac) أحد أكبر مؤسسات القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك في يوليو 2008. فضلا عن إنقاذ شركة التأمين الكبرى (AIG) مقابل امتلاك الحكومة لحصة تبلغ حوالي 80% من الشركة. كما أن أعراض العدوى بدأت في الانتشار بنسبة 15%، وهبطت أسهم غولدمان ساكس 12% وتراجعت أسهم جي بي مورغان تشيس أند كومباني بنسبة 10%. أما مورغان ستانلي أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، فقد هبطت أسهمها بنسبة 14%، وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض مما يهدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان، كما أن العجز في الموازنة الأمريكية بلغ 450 مليار دولار، وزاد العجز التجاري عن 65 مليار دولار.¹

¹ د/الطاهر هارون، د/العقود نادية، "الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها"، الملتقى الدولي بجامعة باتنة، الجزائر، مايو، 2009.

المبحث الخامس: أهم الاجراءات المتبعة لاحتواء الأزمة

تعتبر أزمة 2008 أشد أزمة منذ أزمة الكساد الكبير، ولقد استفاد العالم من خلال الأزمات السابقة في وضع الحلول لمواجهة أي أزمة، حيث تم وضع عدة حلول لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وسيتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

- خطط الإنقاذ.

- دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة.

- دور الصناديق السيادية في مواجهة الأزمة.

المطلب الأول: خطط الإنقاذ

اهتمت الدول بعد أن تفجرت الأزمة المالية عام 2008 بوضع خطط الإنقاذ التي ركزت على إنقاذ اقتصاداتها المتداعية أمام تهديدات هذه الأزمة ومن أهم هذه الخطط:

أولاً: الخطة الأمريكية لمواجهة الأزمة

وقد وضع هذه الخطة "هنري بولسون" وزير الخزانة الأمريكية وهي أكبر خطة إنقاذ في التاريخ من حيث الأهمية وحجم الأموال المخصصة للإنقاذ، ان جوهر الخطة الإنقاذ الأمريكية هو أن تشتري الدولة أصولاً هالكة مرتبطة بالرهون العقارية بقيمة 700 مليار دولار ومن الملفت للنظر أن خطة الإنقاذ اعتمدت الشكل المباشر في السوق من أجل إنقاذ المؤسسات، وهذا الأمر يناقض فلسفة الفكر الرأسمالي.¹ وأهم النقاط البارزة في خطة الإنقاذ الأمريكية هي:²

✓ تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل، ويتم السماح للتخزينة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في المرحلة الأولى، مع إمكانية زيادة هذا المبلغ ليصل إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس الأمريكي.

¹ يوسف أبو فارة ، مرجع سابق ص: 186.

² المرجع نفسه، ص ص: 187-188.

- ✓ يمتلك الكونغرس الأمريكي حق النقض على عمليات شراء الأصول الهالكة التي تتجاوز المبالغ المحددة، وفي كل الأحوال لا يجوز أن يزيد السقف لعمليات الشراء عن 700 مليار دولار.
- ✓ تحصل الدولة على حصتها في أصول أموال وأرباح الشركات التي تستفيد من خطة الإنقاذ وهذا معناه أن الدولة ستحصل على أرباح مجزية إذا تم تجاوز هذه الأزمة المالية وانتعشت الأسواق.
- ✓ تم تكليف وزير الخزانة الأمريكية بالعمل والتنسيق مع البنوك المركزية والسلطات في الدول الأخرى من أجل وضع خطط إنقاذ من الأزمة المالية العالمية على نمط خطط الإنقاذ الأمريكية.
- ✓ أقرت الخطة الأمريكية رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار أمريكي إلى 250 ألف دولار أمريكي لمدة عام واحد.
- ✓ أقرت الخطة إعفاءات ضريبية بقيمة تصل إلى 100 مليار دولار للشركات وللطبقة الوسطى.
- ✓ نصت الخطة على إجراءات لحماية المالكين المهددين لمصادرة عقاراتهم علما أنه كان من المقرر تنفيذ حوالي مليوني إجراء يتعلق بمصادرة العقارات في العام 2009.
- ✓ أكدت الخطة على منع منح التعويضات الكبيرة جدا لصالح مديري الشركات والمسؤولين فيها والذين تم تسريحهم أو يستقيلون من الشركات التي باعت أصولا لوزارة الخزانة الأمريكية.
- ✓ أكدت الخطة على ضرورة منع منح دفع تعويضات التي تشجع مديري ومسؤولي الشركات على مخاطر ومغامرات ومجازفات غير آمنة العواقب ولا جدول منها.
- ✓ حددت خطة الإنقاذ المكافآت المالية لمديري ومسؤولي الشركات والذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بقيمة 500 ألف أورو.
- ✓ نصت الخطة على ضرورة استرجاع العلاوات التي تم دفعها لمديري ومسؤولي الشركات على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد.
- ✓ نصت الخطة على تكليف مجلس رقابة يشرف على تنفيذ خطة الإنقاذ، وهذا المجلس يضم رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة الأمريكية ورئيسها.

✓ يراقب مكتب المحاسبة العامة (التابع للكونغرس) على عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات ويحافظ هذا المكتب على حضوره في وزارة الخزانة الأمريكية.

✓ نصت الخطة على تعيين مفتش عام مستقل يراقب قرارات وزير الخزانة.

✓ نصت الخطة على إجراءات محددة ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.

✓ تنص الخطة على السماح للدولة بتدقيق ومراجعة شروط منح القروض العقارية للمقترضين الذين يواجهون صعوبات في السداد.

✓ نصت المادة على مساعدة وإعانة البنوك المحلية الصغيرة التي طالتها الضرر بفعل أزمة الرهن العقاري.

ثانيا: الجهود الأوروبية في مواجهة الأزمة

بعد أن تم اعتماد خطة الإنقاذ الأمريكية قامت دول متعددة بوضع خطط إنقاذ خاصة بها بكل منها في عام 2008 لمواجهة تداعيات وآثار الأزمة المالية العالمية ومن بين هذه الخطط:¹

1- **خطط الإنقاذ في بريطانيا:** تم تخصيص حوالي 3 مليار دولار لشراء أسهم في عدد من كبرى البنوك البريطانية، وفي نهاية نوفمبر 2008 أعلنت الحكومة عن خطة أخرى لإنعاش الاقتصاد بقيمة 30 مليار دولار وتخفيض ضريبة القيمة المضافة على السلع الاستهلاكية وتعويض نقص الحصيلة الضريبية الناجم عن ذلك من خلال رفع سعر الضريبة على الدخل بنسبة 5% على كل من يتجاوز صافي دخله السنوي 150 ألف جنيه استرليني ليصل إلى 45% بدلا من 40% كما كان من بين الإجراءات خطة التقشف التي أعلنت عنها بريطانيا في 2010 والتي تتضمن إلغاء 1.6 مليون وظيفة خلال خمس سنوات ضمن القطاعين العام والخاص.²

2- **خطط الإنقاذ في فرنسا:** أعلن الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" أن بلاده أعدت خطتين لمساعدة البنوك للتغلب على الأزمة المالية الأولى بقيمة 300 مليار يورو كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك، والأخرى بقيمة 40 مليار أورو للحصول على حصص في الشركات والبنوك والمؤسسات المالية المتعثرة، فضلا عن إنشاء صندوق سيادي لمصلحة الشركات الاستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية. كما تقدم

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 114-119.

² يوسف ابو فارة، مرجع سابق، ص: 195-988.

باقترح لإنشاء صندوق أوروبي برأس مال قدره 300 مليار أورو لمساعدة البنوك الأوروبية، إلا أن ألمانيا رفضت هذا الاقتراح وفي نهاية نوفمبر 2008 أعلن عن خطة جديدة لمساعدة قطاع الإسكان والسيارات بقيمة 26 مليار أورو (حوالي 32.84 مليار دولار)، ليرتفع عجز الموازنة إلى 4% من إجمالي الناتج المحلي سنة 2009.

كما تم الاستغناء عن حوالي مئة ألف وظيفة حكومية خلال المدة الممتدة من 2011 إلى 2013، كما أن هاته الإجراءات نظمت رفع سن التقاعد من 60 سنة إلى 62 سنة، وتمت عمليات الإصلاح لنظام معاشات التقاعد.

3- خطط الإنقاذ في ألمانيا: المستشار الألمانية "أنجيلا ميركل" عن خطة إنقاذ قيمتها 500 مليار يورو لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية حتى نهاية 2009، مع تخصيص 400 مليار يورو كضمانات مصرفية بالإضافة إلى توفير 100 مليار يورو، من بينها 80 مليار يورو لإعادة رصمة المؤسسات المصرفية.

4- خطط الإنقاذ في إسبانيا: أقرت الحكومة قانونا يضمن الديون حتى نهاية 2009 بقيمة 100 مليار يورو وأعلنت عن إمكانية شراء كميات من الأسهم في المؤسسات المالية في إطار إجراءات حكومات الاتحاد الأوروبي لدعم البنوك.

5- خطط الإنقاذ في إيطاليا: حاولت السلطات الإيطالية ومديرو البنوك تهدئة الأسواق من خلال إطلاق تصريحات حول محدودية المخاطر التي تتعرض لها إيطاليا بفضل ممارسات الإقراض المنخفضة وأعلنت الحكومة عن خطة إنقاذ بقيمة 20 مليار يورو لقطاع البنوك.

ثالثا : إجراءات مواجهة الأزمة في الدول العربية

مع وقوع الأزمة المالية العالمية عام 2008 وامتداد تأثيرها وتداعياتها إلى الأسواق المالية العربية وإلى الاقتصادات العربية بدأت حكومات هذه الدول وبعض الجهات الرقابية فيها باتخاذ بعض الإجراءات لمواجهة الأزمة والتخفيف من آثارها وانعكاساتها السلبية ومن هذه الإجراءات:

- ✓ قيام البنوك المركزية ومؤسسات النقد في البلاد العربية بخفض أسعار الفائدة الرئيسية.
- ✓ قيام البنوك المركزية ومؤسسات النقد بخفض نسبة الاحتياطي الإلزامي للبنوك التجارية.
- ✓ تبني مجموعة من التدابير والسياسات الموجهة نحو تخفيف الأزمة والتفاعل معها بكفاءة وفاعلية.

✓ ولقد قامت العديد من دول مجلس التعاون الخليجي باتخاذ مجموعة من الإجراءات كما هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (19): الإجراءات المتخذة في دول مجلس التعاون الخليجي لمواجهة تداعيات الازمة

المالية العالمية

الدولة	الإجراءات المتخذة
الكويت	- تخفيض سعر الفائدة 1.5 - تخفيض الأجل 1.5 - ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق
الإمارات	- قروض قصيرة الأجل بقيمة مليار دولار أمريكي - إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي من أجلها 14 يوم
قطر	- شراء ما بين 10-20 من رأسمال البنوك المدرجة - شراء أسهم محلية لدعم الأسعار
السعودية	- طرح خيار للبنوك بإقراض 75 من الأوراق الحكومية - خفض نسبة الفائدة وخفض معدل الاحتياطي الاجباري
البحرين	- عدم اتخاذ أي إجراءات لسلامة الأوضاع البنكية

المصدر: نادية العقون، "العملة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013، ص: 205.

المطلب الثاني: دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة

لجأت الدول التي تعرضت للأزمة المالية إلى صندوق النقد الدولي، حيث قدم لها مساعدات مالية ومشورة فنية، وذلك من خلال¹:

أولاً: على مستوى السياسة الاقتراضية للصندوق

- إنشاء التسهيل التمويلي لسيولة قصيرة الأجل، حيث وافق المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي على إنشاء هذا التسهيل في 29 أكتوبر 2008، وهو يتيح للأعضاء المؤهلين استخدام موارد الصندوق بصفة عاجلة في حدود 500 من حصته العضوية بأجل استخدام مدته ثلاثة أشهر مع إمكانية القيام بالسحب ثلاث مرات كحد أقصى خلال فترة 12 شهر.
- إنشاء خط جديد للإئتمان المرن وذلك بتاريخ 24 مارس 2009.
- دعم اتفاقات الإستعداد الائتماني.
- إجراء إصلاح شامل لإطار الإقراض من خلال تحديث الشرطية ومضاعفة حدود الاستفادة من الإقراض وإلغاء بعض التسهيلات التمويلية وتبسيط هياكل التكلفة وآجال الاستحقاق.

ثانياً: العمل على زيادة موارد الصندوق

وذلك من خلال مضاعفة موارد الصندوق من خلال الاقتراض من القطاع الرسمي.

ثالثاً: تحسين سياسة تقديم المساعدات الفنية

يقدم صندوق النقد الدولي المساعدة الفنية للبلدان الأعضاء والتي تطلب ذلك وتتعلق هذه المساعدة في المجالات الأساسية التي يمتلك فيها الصندوق خبرة كبيرة وتشمل:

صياغة السياسة الاقتصادية الكلية وإدارتها، السياسة النقدية، النظام المالي وأنشطة البنوك المركزية، أسواق الصرف الأجنبي وسياسة إدارة الأموال العامة والموازنة، إحصاءات الاقتصاد الكلي والقطاع الخارجي، والمالية العامة والإحصاءات العامة.

¹ فارس بن ررق، "مواجهة الأزمة المالية العالمية بين تدابير صندوق النقد الدولي وخطة الإنقاذ الأمريكية"، رسالة ماجستير، كلية علوم التسير والعلوم التجارية والعلوم الاقتصادية، 2013/2012، ص ص: 80، 79، 78، 82، 81.

المطلب الثالث: دور الصناديق السيادية في مواجهة الأزمة

الصناديق السيادية هي كيانات تملكها الدولة وتشكل ثروتها من الفوائض التي تحتفظ بها كودائع أو تستثمرها في أصول وأوراق مالية كالعقارات والمصانع والأسهم والسندات الحكومية. يعود تاريخ بعضها إلى عام 1953 عندما أنشأت الكويت أول صندوق سيادي في العالم¹.

بلغ مجموع أصول الصناديق السيادية حول العالم مع نهاية سنة 2017 أكثر من 7.1 ترليون دولار، مرتفعة بـ 3.4 ترليون دولار عن سنة 2008، وقد شكل تمويل إيرادات النفط والغاز ما قيمته 4.29 ترليون دولار من إجمالي هذه الصناديق الاستثمارية، حيث تلعب دوراً أساسياً في الاقتصاد العالمي، وذلك من خلال تحريك أسواق الأسهم والسندات².

لقد ساهمت الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة، ففي ظرف ستة أشهر استثمرت الصناديق السيادية ما قيمته 76.83 مليار دولار في رأس مال المؤسسات المالية الغربية، ولولا تدخلها كان يمكن للخطر النظامي للأزمة (أثر العدوى) أن يكون أكثر، لقد أصبحت الصناديق الخاصة وصناديق المضاربة تعاني من نقص فادح في السيولة، مما جل الصناديق تقوم بتوفير جزء من هذه السيولة³. وفيما يلي جدول بمساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة البنوك:

الجدول رقم (20): مساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة البنوك

البنك	الصندوق السيادي	التاريخ	المبلغ مليار دولار
باركلايس	تيماسك	2007/07/25	2.05
باركلايس	بنك التنمية الصيني	2007/07/25	3.08
باركلايس	هيئة الاستثمار القطرية تحدي	2008/10/31	6.94
باركلايس	هيئة الاستثمار القطرية تحدي	2008/10/31	4.84
ستي غروب	هيئة الاستثمار ابوظبي	2008/11/26	7.5

¹ www.com/ar/vnndqcy/syadya/t-40273878

² أكبر-10-صناديق-سيادية-في-العالم/ <http://www.topsarabia.com>

³ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، ص: 12.

ستي غروب	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	2008/01/15	6.9
ستي غروب	هيئة الاستثمار الكويتية	2008/01/15	5.6
القرض السوسري	هيئة الاستثمار القطرية وآخرون	2008/10/16	8.71
ميرل لانش	تيماسك	2007/12/14	4.4
ميرل لانش	هيئة الاستثمار الكويتية	2008/01/15	6.6
ميرل لانش	تيماسك	2008/02/24	0.6
ميرل لانش	تيماسك	2008/07/28	0.9
مورغان ستانلي	شركة الاستثمار الصينية	2007/12/19	5.58
يوي اس	صناديق غير محددة	2007/12/10	1.77
يوني كردي	البنك المركزي الليبي الاستثمار الليبي بنك ليبيا الخارجي	2008/10/17	1.61

المصدر: عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، ص:12.

نلاحظ من الجدول أنه بدون هذا الدور الذي قامت به هذه الصناديق السيادية، كان من الصعب على ميريل لانش و مورغان ستانلي وستي غروب وغيرها أن تجدد قدراتها وربما تكون الأزمة أعمق.

كما أن استعداد هذه الصناديق لتقديم الأموال إلى بنوك الاستثمار والبنوك التجارية التي تعاني من ضائقة مالية، علامة على الدور الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه هذه المؤسسات في تحقيق الاستقرار المالي العالمي¹.

¹ راندال دود و بول ميليز، "نفثي المرض، عدوى الروهونات دون الممتازة الأمريكية"، مرجع سابق، ص:18

خلاصة

تعددت مفاهيم الأزمة المالية مع تعدد أنواعها وأشكالها، وعموما هناك أربعة أشكال للأزمة المالية وهي أزمات العملة والأزمات المصرفية، وأزمات الديون وأزمات أسواق المال، وتتسم تلك الأزمات بدرجة كبيرة من الترابط بينها والتتابع في بعض الأحيان، وقد تتزامن عناصر أزمات العملة والدين في وقت واحد.

تعتبر ظاهرة الأزمات المالية ظاهرة متكررة، كما أن لها آثار سلبية هددت استقرار الاقتصاد العالمي، ولعل أهم هذه الأزمات هي أزمة الكساد الكبير 1929، وأزمة أكتوبر 1987، والأزمة الآسيوية 1997، كما تختلف أغلب تلك الأزمات في أسبابها والحلول المتبعة لاحتوائها.

إن الأزمة المالية قد مرت بعدة مراحل أولها مرحلة تفجر أزمة الرهن العقاري التي بدأت ملامحها في عام 2007 ثم مرحلة تفجر أسواق المالية، ثم مرحلة تفجر الديون السيادية.

انتقلت عدوى الأزمة المالية إلى الأسواق العالمية وذلك عبر قنوات عديدة، ونجم عن الأزمة المالية العالمية مجموعة من الآثار والانعكاسات التي شملت الميادين المجالات والقطاعات المختلفة.

إن طبيعة الأزمة المالية العالمية التي تفجرت في 2008، تطلبت اتخاذ وتنفيذ مجموعة من الإجراءات لاحتواء الأزمة والحد من توسعها من خلال تخفيض معدل الفائدة ووضخ السيولة، وبرامج الإصلاح، وإعادة النظر في طبيعة النظام المالي الدولي القائم على الرأسمالية.

الفصل الثاني:

أساسيات ومفاهيم

عمليات الاندماج

تمهيد

منذ ظهور الشركات واستقرارها بشكلها القانوني الحالي وهي تسعى إلى النمو والبقاء وذلك من خلال التوسع في الإنتاج أو فتح فروع جديدة لشركة أو التوسع في مناطق البيع والتوزيع لمنتجات الشركة وتغطيتها الجغرافية ويدعى هذا النوع التوسع الداخلي أو النمو الداخلي، أو من خلال الاندماج مع شركات أخرى قائمة ويدعى هذا النوع التوسع الخارجي.

وقد غزا مفهوم اندماج الشركات الاقتصادية بغض النظر عن القطاع الذي تعمل فيه سواء كان قطاع بنوك أو شركات تأمين أو مصانع إلى غير ذلك من الوحدات الاقتصادية المختلفة.

ولقد أصبح الاندماج بين الشركات أمراً شائعاً متكرر الحدوث في عالم الأعمال والمال في الوقت الراهن. فلا يكاد يمر يوماً دون أن تحدث فيه عملية واحدة على الأقل وفقط، وفي سنة 2007 بلغ حجم عمليات الاندماج رقماً قياسياً قدر بـ 4500 مليار دولار حول العالم.

إن الاندماج كان لكثير من الشركات الخيار الاستراتيجي الهام الذي يخلص الشركة لكثير من المشاكل والصعوبات التي تواجهها، وبذات الوقت يحقق لها منافع متعددة فيكون الاندماج بذلك ميزة تضمن مزايا عدة مثل زيادة الحجم وتوسيع النشاط والولوج في الأسواق المالية وزيادة القدرة على المنافسة وتوحيد السياسات التسويقية وتحقيق الأرباح.

سنحاول من خلال هذا الفصل التعرف على عمليات الاندماج بين الشركات من خلال التطرق إلى مفهومها ونشاطها وكذلك أهدافها وأسبابها، ثم التعرف على الآلية وطرق المحاسبة في عمليات الاندماج.

المبحث الأول: ماهية عمليات الاندماج.

المبحث الثاني: نشاط عمليات الاندماج.

المبحث الثالث: أهداف عمليات الاندماج.

المبحث الرابع: آليات إتمام عمليات الاندماج.

المبحث الخامس: طرق المحاسبة في عمليات الاندماج.

المبحث الأول: ماهية عمليات الاندماج

يعتبر نمو الشركات من أهم معايير النجاح في الوقت الحالي، ولذلك ترغب معظم الشركات في البقاء والنمو من خلال زيادة حصتها السوقية وتنويع أعمالها أو تحسين التكامل السياسي لأنشطتها، ويعتبر الاندماج مع شركات أخرى قائمة من بين الحلول المقدمة للشركات. وسيتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

– مفهوم الاندماج؛

– أشكال الاندماج؛

– أنواع الاندماج.

المطلب الأول: مفهوم الاندماج

تعد كلمة اندماج من الكلمات الدقيقة والمتعددة المعاني في الوقت نفسه فيختلف معناها الاصطلاحي باختلاف السياق الذي ترد فيه وباختلاف التخصصات والعلوم كعلم المالية والاقتصاد أو القانون أو المحاسبة، مما أدى إلى وجود اختلافات حول ضبط مفهومه وكذلك إلى التفرقة بينه وبين ما يختلط به أو ما يشبهه.

وللتعرف على هذه العملية المتميزة بين الشركات، سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى النقاط التالية:

أولاً: التعريف اللغوي للاندماج.

ثانياً: التعريف الاصطلاحي للاندماج.

ثالثاً: التفرقة بين الاندماج وما يختلط به أو يشبهه.

أولاً: التعريف اللغوي للاندماج

إن معاجم اللغة تتفق فيما بينها حول المعنى الاشتقاقي في اندماج أو دمج. فيقول الرازي "دمج" دمج الشيء أدخله في غيره واستحكم فيه وبابه أدخل. وكذا اندمج ودمج بتشديد الدال وادمج الشيء لفه في ثوبه¹.

يقال دمج دموجا في الشيء: دخل فيه واستحكم ودمجه في الشيء: أدخله فيه².

¹ فارس النفيعي، "ماذا تعرف عن الاندماج"، الموقع: <http://hydiscussion.com/hy15741.htm>.

² ألاء محمد فارس حمادة، "اندماج الشركات وأثره على عقود الشركة المندمجة دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الحقوق والإدارة العامة، جامعة برزيت، فلسطين، 2012، ص: 11.

ثانيا: التعريف الاصطلاحي للاندماج

هناك الكثير من التعاريف للاندماج تختلف باختلاف زاوية النظر إليه من مضمونه أو تركيبه وفيما يلي أهم هذه التعاريف:

✓ جمع منشآت منفصلة في وحدة اقتصادية واحدة ذات شخصية معنوية مستقلة أو عبارة عن شراء كامل أو جزء من شركات قائمة لتحقيق أهداف اقتصادية مرغوبة للمجموعة¹.

✓ اتحاد مصالح بين شركتين أو أكثر، وقد يتم هذا الاتحاد في المصالح من خلال المزج الكامل بين شركتين أو أكثر لظهور كيان جديد أو قيام إحدى الشركات بضم شركة أو أكثر إليها، كما قد يتم الاندماج بشكل إرادي أو لا إرادي².

✓ تلك العملية المالية التي تؤدي إلى الاستحواذ على شركة أو أكثر بواسطة شركة أخرى، بحيث تتخلى الشركة المندمجة عن استقلاليتها وتدخل في الشركة المندمجة وتتخذ الشركة الجديدة إسما جديدا عادة يكون إسم الشركة الداخلة أو إسم مشترك بينهما وتضاف أصول وخصوم الشركة المندمجة إلى أصول وخصوم الشركة المندمجة³.

✓ وظهور شركة جديدة لها صفتها القانونية المستقلة وهو ما يطلق عليه (**consolidation**) أما إذا ترتب عليه عملية الاندماج زوال إحدى الشركات من الناحية القانونية وضمه إلى الشركة الداخلة التي تمتلك كافة حقوق الشركة المندمجة وتلتزم بكافة التزاماتها من قبل الغير على تلك العملية (**Merger**)، ومن ناحية أخرى قد يكون الاندماج جزئيا من خلال تملك حصص من أسهم ملكية لشركات وهو ما يعرف بالاستحواذ (**Acquisition**).

ويمكن تعريف الاندماج من ثلاث نواحي:

¹ خليل عواد أبو حشيش، "المحاسبة المتقدمة"، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2009، ص:17.

² طارق عبد العال حماد، "اندماج وخصخصة البنوك، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الدار الجامعية بالإسكندرية، 1999، ص:5.

³ فؤاد عبد العزيز عيد، "الاندماج المصرفي للبنوك الفلسطينية الضرورات والمحددات"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر غزة، 2012، ص:17.

1-من الناحية القانونية

ربط الاندماج بنظام قانوني يؤدي إلى تطبيق القواعد الخاصة بهذا النظام القانوني، وقد اختلفت اتجاهات تفسير الطبيعة القانونية للاندماج وأثارت جدلا طويلا، ويقاس الاندماج على أنظمة قانونية أخرى وهذه الأخيرة لا تتهم بنوع أو الدوافع الاقتصادية التي أدت إليه بل تهدف إلى الوقوف على آثار الاندماج في مواجهة المساهمين وأثارة على أموال الشركات المندمجة وعلاقتها ببعضها البعض وبالعير، كما أنه ذو طبيعة عقدية وهو عبارة على عقد يقوم على الإدارة بين شركتين أو أكثر بمقتضاها ثم اتفاقها على وضع أعضائها وأموالها في شركة واحدة، وان كانت طريقة الاندماج بالامتصاص، بالتجميع، بالتوحيد أو بالنظم فارغة يقوم على أربعة عناصر:¹

- شركتان أو أكثر قائمتان قبل الاندماج؛
- باتفاقية اندماج تربط بين الشركات المنظمة؛
- وضع قائمة الشركاء لحصصهم في هذه الشركات في مجموع مشرك؛
- فناء المعنوية للشركة المندمجة.

2-من الناحية الاقتصادية

يعتبر الاندماج من الناحية الاقتصادية أحد أهم وسائل التركيز الاقتصادي والنمو الخارجي للشركات وذلك لأجل مواجهة التحديات الاقتصادية كما أنه خيار استراتيجي وضرورة اقتصادية يقدم حلول لمشاكل تواجه الشركات.

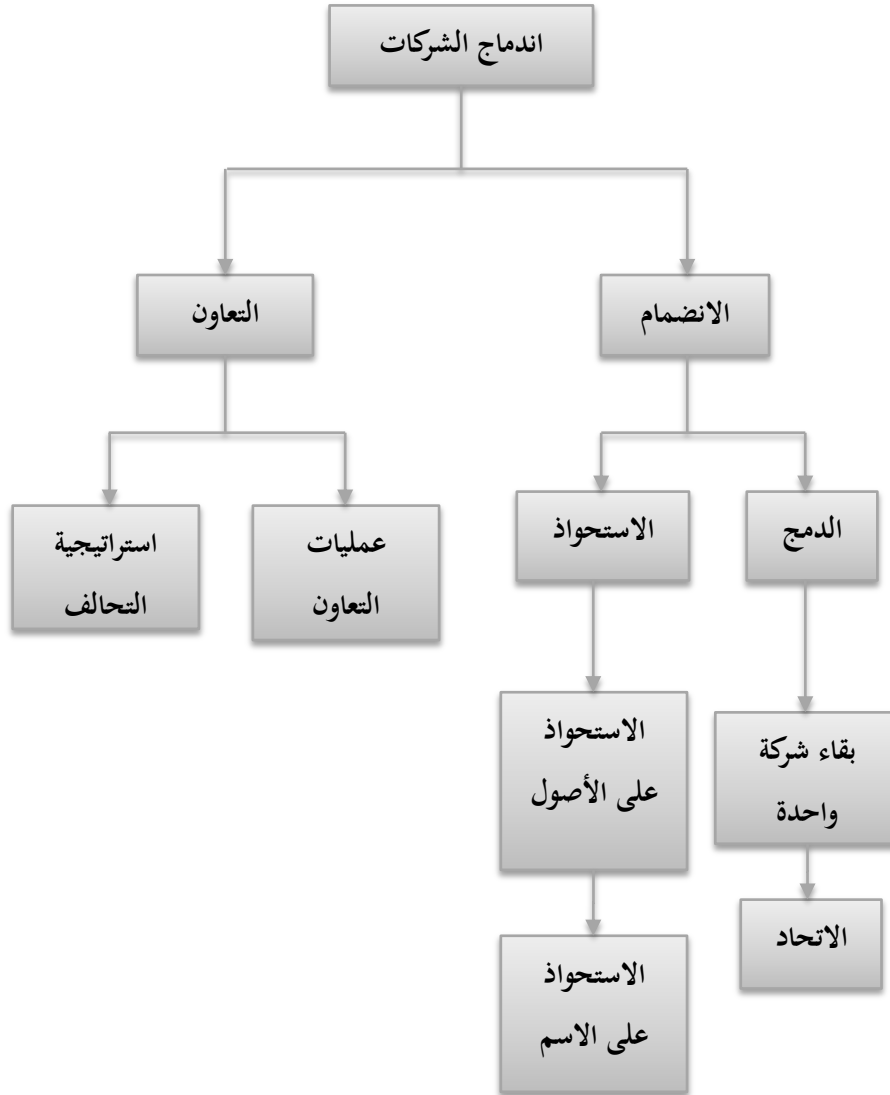
3-مفهوم الاندماج من الناحية المحاسبية

إن الاندماج كمفهوم محاسبي حو يصل شركتين أو أكثر في وحدة محاسبة واحدة، ويحدث الاندماج محاسبيا عندما تشتري شركة صافي أصول وحقوق الملكية في وحدة أو أكثر، حيث تم تقويم الأصول إما على أساس قيمتها الدفترية أو على أساس قيمتها العادلة وذلك تبعا للاتفاق.

¹. بركان زهية، "الاندماج المصرفي بين العولمة ومسؤولية اتخاذ القرار"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 2 ماي 2005، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، ص: 175.

✓ إن مصطلح الاندماج-الاستحواذ كلمة تستخدم في المجال المالي والإدارة العملية لإعادة هيكلة الشركات والسيطرة عليها وتعتبر ملكية الشركات ويتم تحديد الاندماج من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (28): أنواع عمليات الاندماج



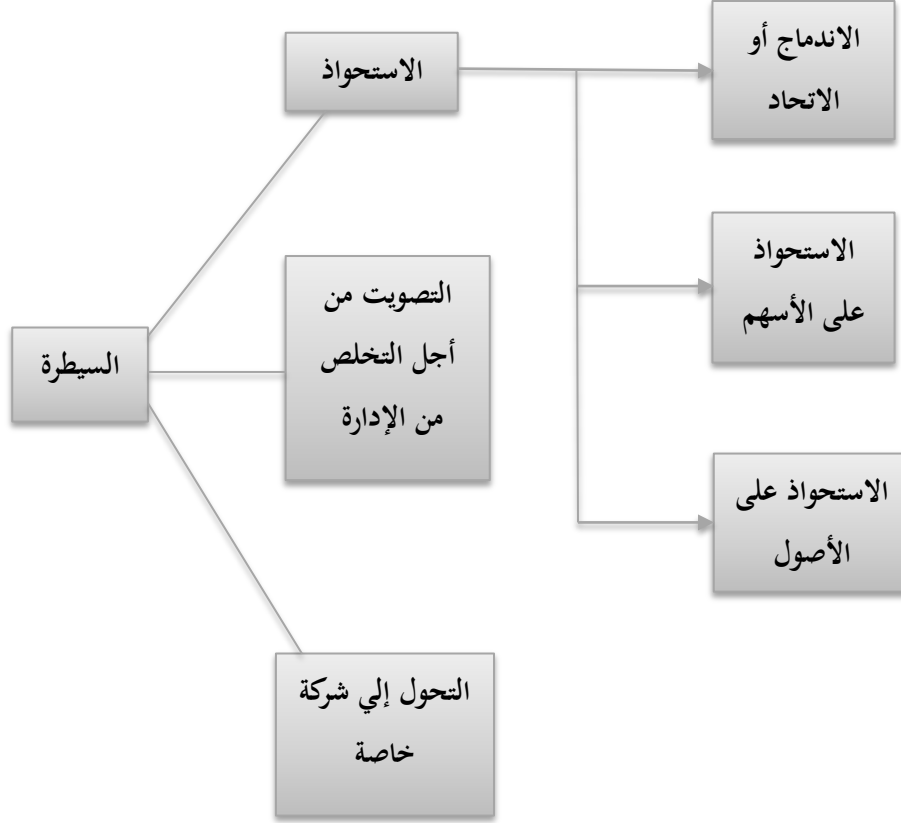
Source: Valerie Banmert -Thurnes, Mastering the Acquires Innovation Dilemma, Palsgrave Macmillan, 2005, P: 29.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن اندماج الشركات يتم من خلال عمليتين:

- العملية الأولى تتمثل في الانضمام والتي يتخذ أشكالاً عديدة وهي الدمج وبقاء شركة واحدة والاتحاد وكذلك الاستحواذ على الأصول والأسهم؛
- العملية الثانية فهي التعاون بين الشركات وتكون من خلال عمليات التعاون واستراتيجية التحالف.

✓ إن الاندماج يدخل ضمن مصطلح الاستحواذ والتملك ويتحدد من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (29): أنواع السيطرة على الشركات



Source: Ross-Westerfield, Jaffe, corporate Finance, Mecraw-Hill, Sixth Edition, 2002, p: 819.

يوضح الشكل أنواع السيطرة على الشركات التي قد تكون من خلال الاستحواذ وذلك بالاندماج والاتحاد بين الشركات والاستحواذ على الأسهم والأصول، أو السيطرة من خلال التخلص من الإدارة العامة لشركة والحصول على توكيل من حملة الأسهم لتصويت لإحلال إدارة جديدة، أو السيطرة من خلال تحويل شركة مساهمة إلى شركة خاصة كما أن أغلب عمليات الاستحواذ على الأسهم تنتهي في الأخير باندماج.

ثالثاً: التفرقة بين الاندماج وما تختلط به ويشبهه

من العمليات التي تتشابه في أحكامها بالاندماج، انفصال الشركات (Scission de société) أو المساهمة بحصة جزئية من أصول شركة قائمة تفرع أو وكالة إلى شركة أخرى في سبيل الإنشاء أو قائمة فعلاً.

1- انفصال الشركات

يقصد به تقسيم شركة قائمة إلى عدة شركات وانقضاء الشركة وتجزئة ذمتها المالية من أصول وخصوم إلى شركتين أو أكثر بهدف إدارة أنشطة الشركة بشكل افضل، خاصة إذا ما وجدت الشركات أنها تضخمت وكبرت إلى درجة يصبح معها مجلس الإدارة غير قادر على متابعة كافة عمليات الشركة وإدارتها.¹ وهناك حالتان للانفصال:

✓ **حالة الانفصال البسيط:** وهو عبارة عن انفصال حصص الشركة التي لحقها الانفصال، وكونت كل منها شركة جديدة لها شخصيتها المعنوية المستقلة؛

✓ **حالة الانفصال التي يصاحبها اندماج:** والتي يطلق عليها اسم (**scission fusion**) والتي بمقتضاها تقدم شركة ما ذمتها المالية لعدة شركات قائمة بالشاري أو بالنسب التي يحددها الاتفاق بينهما أو شارك معها في تكوين شركة أو شركات جديدة، فيجتمع في هذه العملية الصنفين الانفصالية بتجزئة إحدى الشركات أو اندماجها في شركة أو عدة شركات قائمة أو تنشأ مستحيلة ويمكن أن تتم هذه العملية بإحدى الصورتين:

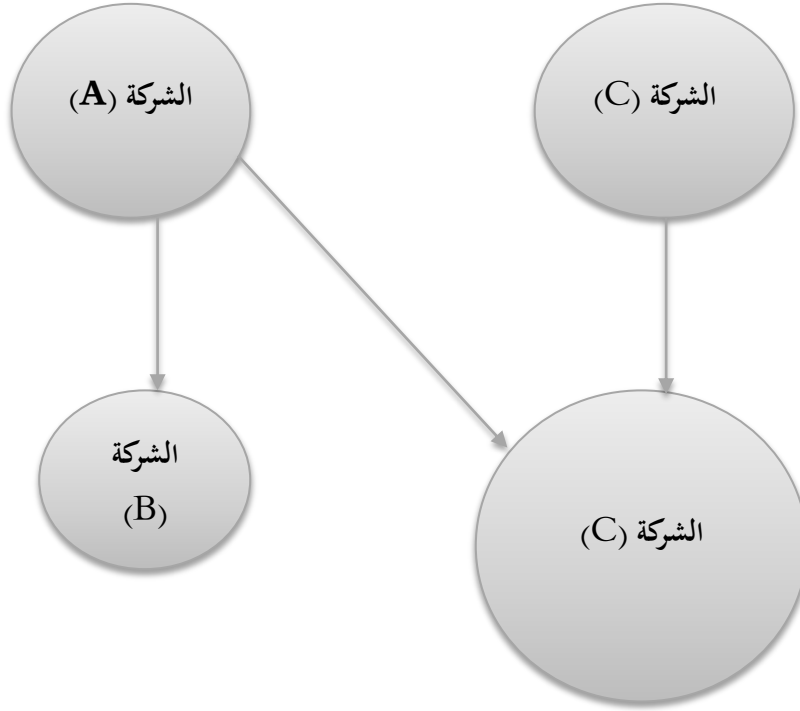
◀ تقوم شركة قائمة بامتصاص جزء من الشركة التي قررت الانفصال ويطلق على هذا النوع من العمليات اندماج انفصال بطريقة الابتلاع.

◀ وفي أن شركة قائمة تتحد مع جزء من الشركة التي حدث لها الانفصال، والتي تساهم فيها ليكونا معاشرته جديدة، والجزء الآخر ينظم إلى شركة قائمة ويطلق على هذه الطريقة طريقة اندماج -انفصال بالضم.

أما نقاط التشابه من حيث القواعد الفنية التي تقوم عليها كل واحد منهما فيمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

¹ ألاء محمد فارس عماد، مرجع سابق، ص: 64.

الشكل رقم (30): نقاط التشابه بين الاندماج والانفصال



Source : Georges Langlois et autre, comptabilité approfondie, Paris, Edition: Focher, 1997, p : 473

نلاحظ من خلال الشكل:

- ◀ تصفية الشركة (A) وانحلالها، حيث أن انتقال جزء منها نحو الشركة (C) والجزء الآخر منها تم إنشاء الشركة الجديدة (B)؛
- ◀ زيادة رأس مال الشركة (C).

وعليه فإن نقاط التشابه تتمثل في التصفية، وإنشاء شركات جديدة وزيادة حجم رأس مال شركات أخرى. أما الفرق بين الاندماج والانفصال فيمكن بأن الانفصال يكفي وجود شركة قائمة واحدة ليتمكنها الانفصال حيث تنجز إلى شركتين أو أكثر أما الاندماج فيلزم لتحقيقه شركتان على الأقل، وفي العملية اندماج انفصال يتطلب الأمر وجود ثلاث شركات:¹

¹ رشيد عريوة، "أساليب وطرق إدماج الشركات دراسة مالية ومحاسبية"، رسالة ماجستير، منشورة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، قسم علوم التسيير، جامعة باتنة، 2010/2009، ص: 4.

✓ الشركة المجزأة؛

✓ الشركة الداجمة (في حالة اندماج - انفصال بالامتصاص)؛

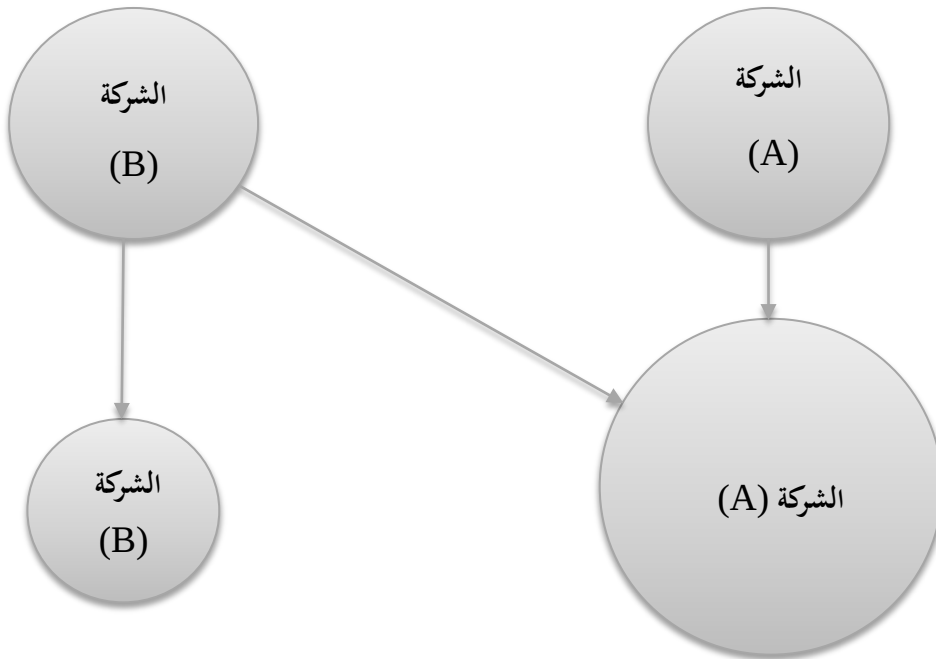
✓ شركة تنظم مع جزء منفصل من الأول ليكونا شركة جديدة اندماج-انفصال بالضم.

2- الحصة الجزئية لرأس المال

ومعناها قيام شركة بتقديم حصة تمثل جانب من أولها إلى شركة أخرى قائمة أو تنشأ خصيصاً لتلغي هذه الحصة، أو بمعنى آخر مساهمة شركة جزء من أصولها في شركة أخرى وتستمر كل منها في ممارسة نشاطها على وجه الاستقلال، وتقوم الشركات بهذه العملية بهدف تنظيم الإنتاج بينهما وترشيده.

ولا نسمي هذه العملية انفصالا لأن الانفصال بمعناه القانوني لا يكون إلا علنياً، كما لا يكون بتقديم حصة نقدية إنما يكون حصص في الشركة المقدم إليها هذه الحصة والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم(31): نقاط التشابه بين الاندماج والحصة الجزئية لرأس المال



Source : Georges Langlois et autre, comptabilité approfondie, Paris, Edition: Focher, 1997, p: 473

نلاحظ من خلال هذا الشكل ما يلي:

✓ تخفيض رأس مال الشركة (B), (C).

✓ تأسيس ورفع رأس مال الشركة (A).

المطلب الثاني: أشكال الاندماج

من خلال النظر إلى الاختلاف الجوهرى في تحديد مفهوم الاندماج يمكن أن نميز بين عدة أشكال للاندماج، سيتم تناولها من خلال النقاط التالية:

أولاً: اندماج شركة أو أكثر في شركة قائمة؛

ثانياً: الاندماج لتكوين شركة جديدة؛

ثالثاً: الاندماج مع بقاء الصفة القانونية للشركة أو الشركات المندمجة.

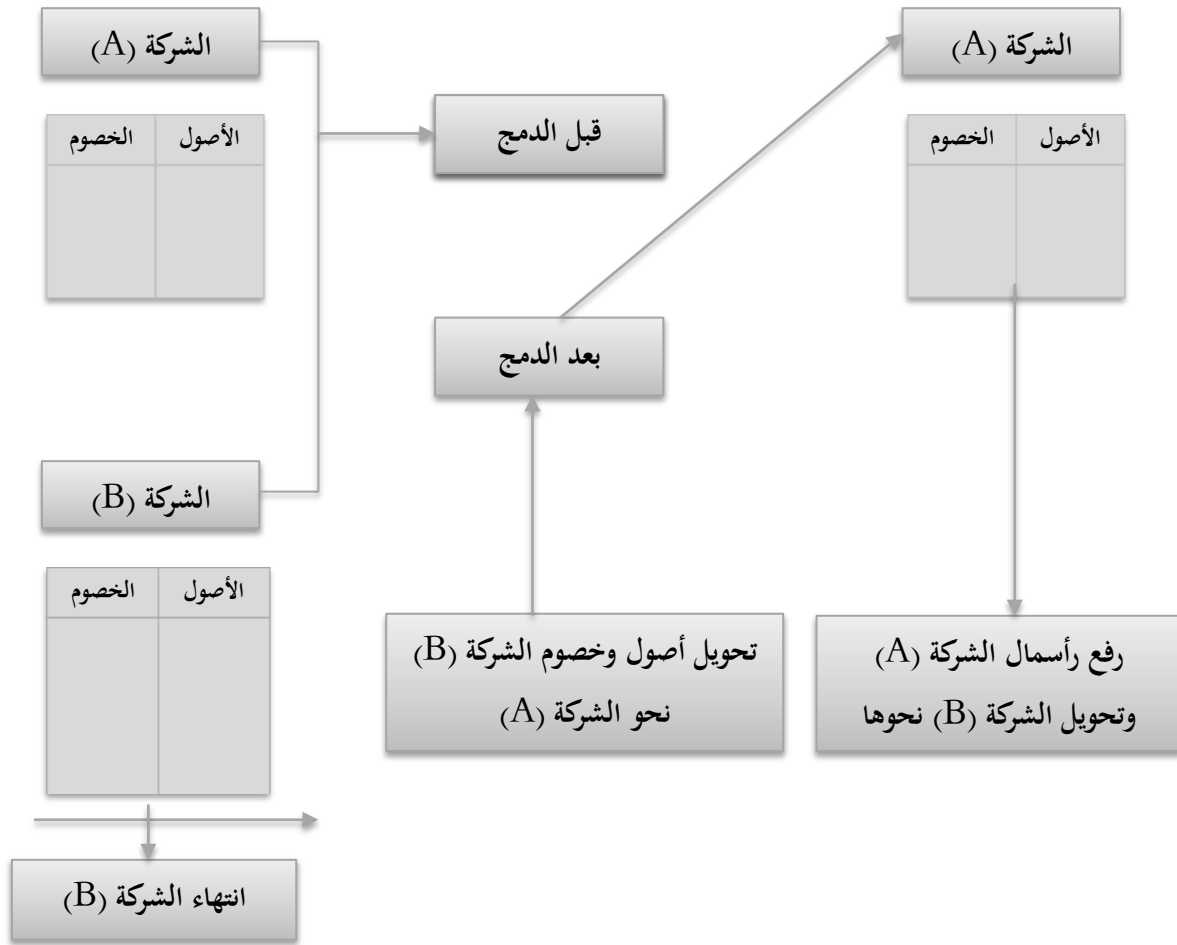
أولاً: اندماج شركة أو أكثر في شركة قائمة: (Statutory Merger)

ويطلق عليه (Fusion)، وهو اندماج ينتج عنه بقاء إحدى الشركتين المندمجتين وتفقد الشركة الأخرى شخصيتها المستقلة، وفي هذا النوع تنتقل أصول والتزامات الشركة المشترية إلى الشركة المشترية، وتستمر عمليات الشركتين السابقتين في شركة واحدة بعد الدمج، بما يفيد أن الشركة الداخلة قد تملك الشركة المندمجة 100 % وأن هذه الأخيرة أفقلت دفاترها وانتقلت أصولها والتزاماتها إلى الشركة الداخلة¹.

ويأخذ هذا الدمج الشكل التالي:

¹ خليل عواد أبو حشيش، مرجع سابق، ص: 20-21.

الشكل رقم (32): الاندماج الذي يأخذ شكل اندماج شركة في شركة قائمة



Source : Olivier Meier et Guillaume Schier, Fusion Acquisition, Stratégie finance Management, Dunod, Paris, 2003, p: 72.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن هذه العملية تتضمن أربع تغيرات رئيسية:

✓ رفع رأس مال الشركة؛

✓ نقل صافي أصول الشركة المندمجة إلى الشركة الداجمة؛

✓ زوال الصفة القانونية للشركة المندمجة كشخصية اعتبارية مستقلة.

✓ الشركة (A) قد تملك الشركة (B) وتوقفت الشركة (B) عن ممارسة أعمالها ونقلت دفاترها وسجلاتها وانتقلت الأصول والالتزامات إلى الشركة إلى الشركة (A) والتي بقيت تمارس أعمالها ولم يبقى سوى دفاتر سجلات الشركة (A) بعد الدمج.

كما أن هذه العملية تطرح مجموعة من القضايا ستدعي التفاوض والاتفاق في شأنها قبل الشروع في تنفيذها وهي:¹

- تغيير نصيب المساهمين ودرجة سيطرتهم على الشركة بعد الاندماج؛
- توزيع مهام التسيير والإدارة بين المسيرين القدامى قبل الاندماج للشركة الدامجة والمسيرين الجدد القادمين من الشركة المندمجة؛
- تغيير عدد العمال والمستخدمين وشروط العمل والمستحقات وغيرها من القضايا المرتبطة بالعمل.

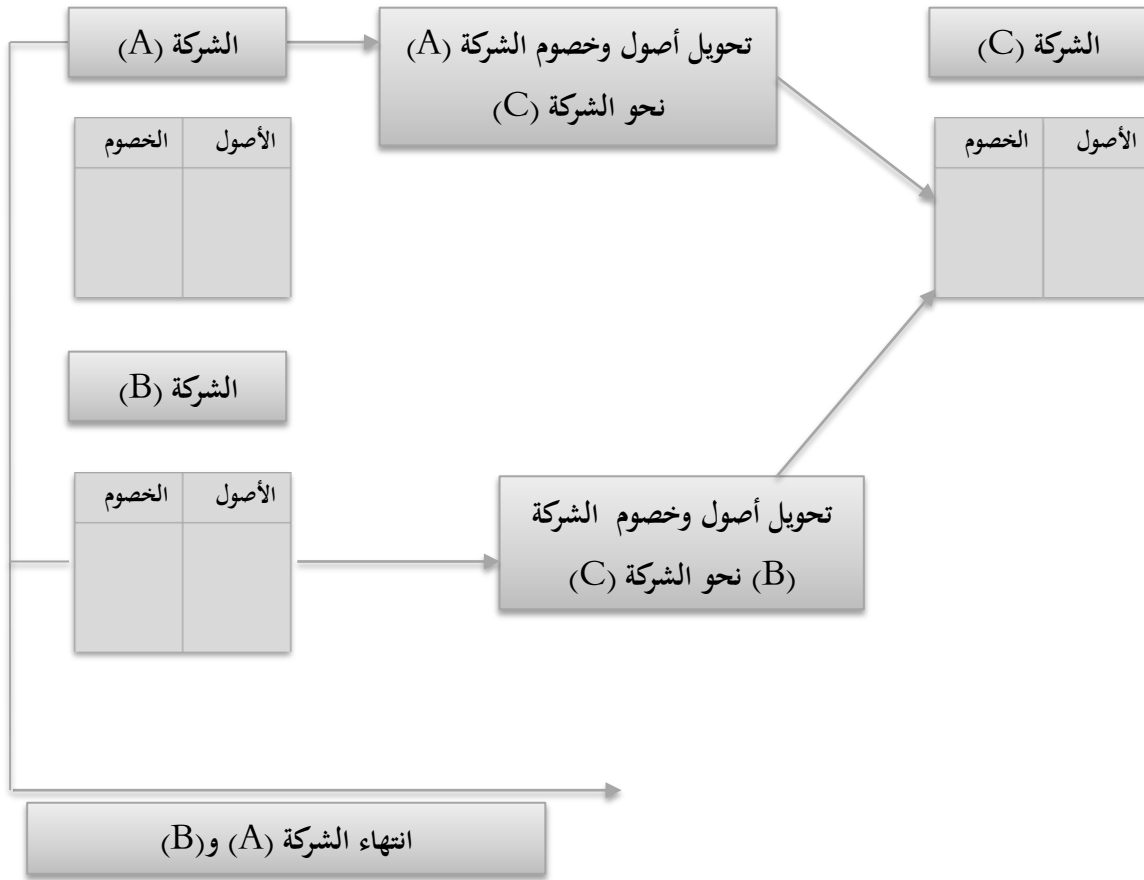
ثانيا: الاندماج من خلال إنشاء شركة جديدة (الاتحاد) Statutory Consolidation

بموجب هذا الشكل من الاندماج تندمج شركتان أو أكثر معا لتكوين شركة جديدة، وهذا يعني أن الشخصية المعنوية لكل من الشركات المندمجة تختفي لتنتج عنها شركة جديدة ذات اسم جديد يختلف عن اسم الشركات المندمجة وذات شخصية معنوية جديدة، وفي هذه الحالة تصدر الشركة الجديدة أسهما عادية مقابل الأسهم التي يحملها مساهمي الشركات المختلفة وعندئذ يؤول صافي أصول هذه الشركات إلى الشركة الجديدة، وغالبا ما يعود السبب الرئيسي لهذا الشكل من الاندماج إلى رغبة المساهمين في الشركات القديمة من التخلص من المشاكل المالية التي تعاني منها.

والشكل التالي يلخص عمليات الاندماج بين شركتين لإنشاء شركة جديدة:

¹ موسى بن منصور، "دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010، ص:

الشكل رقم (33): الاندماج من خلال الاتحاد



Source: Olivier Meier et Guillaume Schier, Fusion Acquisition, Stratégie finance Management, Dunod, Paris, 2003, p : 72.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن عملية الاتحاد كذلك تتضمن أربع تغييرات أساسية وهي:

- ✓ إنشاء الشركة الجديدة (C)؛
- ✓ تكوين الجزء الأول من رأس مال الشركة الجديدة برأسمال الشركة (A)؛
- ✓ تكوين الجزء الثاني من رأس مال الشركة الجديدة برأسمال الشركة (B)؛
- ✓ تحويل مساهمي الشركتين (A) و (B) نحو الشركة (C).

ثالثا: الاندماج من خلال السيطرة أو بالشراء (Acquisition)

يأخذ هذا الشكل من الاندماج بشكل السيطرة (**contrôle**)، حيث تقوم الشركة الداجمة بشراء حصة لا تقل عن 81% من صافي أموال الشركة المندجة وبهذا الشراء فان الشركة الداجمة تسيطر على القرارات الإدارية للشركة المندجة. وطالما أن هذا الاندماج يتخذ شكل السيطرة فهذا يعني أن الشخصية المعنوية للشركتين الداجمة والمندجة ستبقى وأن الشركتين ستستمران في مزاولة أعمالهما، ويطلق على الشركة المتبينة اسم الشركة القابضة أو الشركة الأم (**Holding or Mather Company**)، والشركة المندجة اسم الشركة التابعة (**Sub Sidiary Company**).

وللاندماج عن طريق الشراء عدد من المزايا تحصله أكثر شرعا من غيره من الأشكال الأخرى منها:¹

✓ سهولة الإجراءات لتنفيذ عملية الاندماج؛

✓ انخفاض المصاريف اللازمة لتنفيذ عملية التملك مقارنة بالأشكال الأخرى للاندماج؛

✓ جودة الرقابة على أصول وخصوم الشركات المندجة بسبب الشخصية المستقلة لكل منهما؛

✓ استقلالية كل من الشركتين الداجمة والمندجة يؤدي إلى حماية أصول الشركة القابضة من دائني الشركات التابعة أو العكس.

وينتج على هذا الشكل من الاندماج بقاء الشخصية المعنوية لكل من الشركتين وتستمران في ممارسة أعمالهما، بما يفيد أن لكل منهما قوائمها المالية المستقلة عن الأخرى.

وحيث أن هذا النوع من الاندماج يأخذ شكل السيطرة فلا بد من توحيد قوائم الشركات المندجة في قوائم مالية واحدة تعبر مجتمعة عن نتيجة نشاط وقائمة المركز المالي للمجموعة المكونة للاندماج ويطلق على هذه القوائم

المالية الموحدة (**Consolidation Financial Statements**).

¹ خليل عواد أبو حشيش، مرجع سابق، ص: 21، 22.

المطلب الثالث: أنواع الاندماج

تتعدد أنواع الاندماجات الناتجة عن ارتباط شركتين أو أكثر سواء يعملان في نفس النشاط أو في أنشطة مختلفة، وأيضا تتشابه واختلاف الخدمات التي تقدمها كل منها، وكذلك تبعا لأساليب ودواعي وظروف وأهداف عمليات الاندماج، ويمكن تصنيف الأنواع المختلفة لعمليات الاندماج بين الشركات إلى مجموعة من المعايير وسيتم من خلال هذا المطلب التطرق لمختلف هذه الأنواع من خلال الترتيب الموالي:

أولا: الاندماج وفقا لمعيار طبيعة نشاط الشركات المندمجة.

ثانيا: الاندماج حسب العلاقة الموجودة بين أطراف العملية.

ثالثا: الاندماج بمعايير أخرى.

رابعا: الاندماج حسب طبيعة الشركات المندمجة.

أولا: الاندماج وفقا لمعيار طبيعة نشاط الشركات المندمجة

يتمثل هذا المعيار في درجة الترابط الموجود بين نشاط الشركات المندمجة، فقد يكون نشاط كل شركة مكمل لنشاط الشركة الأخرى أو بديل أو مستقل عنه تماما، أو يتشابه، أو تختلف الخدمات التي تقدمها كل شركة ومن خلال هذا النوع يمكن أن نميز ثلاثة أنواع للاندماج بين الشركات تبعا لهذا المعيار تتمثل في:

1- الاندماج الأفقي

يتحقق الاندماج الأفقي (Horizontal Merger) عندما يتشابه نشاط الشركة الداخلة مع نشاط الشركة الداخلة مع نشاط الشركة المندمجة، أي يتم بين عدة شركات متنافسة تعمل في نفس نوع النشاط أي تنتج نفس المنتج وتقدم نفس الخدمة مثل اندماج البنوك التجارية أو البنوك الإسلامية.

ومن الأمثلة على هذا النوع من الاندماج شراء شركة (Pfizer) لشركة (Arner/ Smbat) في سنة 2003 حيث تعملان في نفس نوع النشاط وهو إنتاج المنتجات الصيدلانية مما جعل شركة (Pfizer) تحتل

المرتبة الأولى في هذا المجال¹. وشرائها في سنة 2009 لشركة (Wyeth) بـ 68 مليار دولار. واندماج شركة (Exxon) و (Mobil) سنة 1998 بصفقة تقدر بـ 78.9 مليار دولار².

إن هذا النوع من الاندماج يؤدي إلى الاستقلال الأمثل للموارد المالية والمادية والتسويقية والإدارية بهدف تحسين أداء الشركات التي تمارس نفس نوع النشاط ويحقق هذا النوع من الاندماج مزايا الحجم الكبير (Economy of sale).

لكن هذا النوع من الاندماج قد يطرح عدة مشاكل وأثار سلبية³:

✓ قد يؤدي إلى زيادة تركيز السوق أي تركيز النشاط في قطاع معين مما يخلق احتكارات عملاقة في السوق يقلل من حجم السيولة

✓ قد يكون إجراء مرتفع المخاطرة لتحقيق المركز الاستراتيجي في الأسواق الناشئة خاصة عندما تكون هناك شكوك حول ما إذا كانت هذه الأسواق والمنتجات تتطور بالفعل بالمستوى المطلوب

✓ إمكانية الحصول على أرباح احتكارية، إذ أنه يخلق قوة احتكارية لشركة المدمجة بما يمكنها القيام بممارسات صيد عملية المنافسة ولذلك توجد في العديد من الدول تنظيمات حكومية لمكافحة الاحتكار وتقدم إليها طلبات الاندماج وتنظر فيها ويجب أن تبث فيها قبل إتمام عملية الاندماج.

2- الاندماج الرأسي (العمودي)

يتحقق هذا النوع من الاندماج الرأسي عندما يكون نشاط الشركة المندمجة مكملات لنشاط الشركة الدامجة أي تعاملات بالأنشطة المترابطة فيما بينها، إذ ينشأ أساساً بين الشركات التي تربط بينهما علاقة التبعية، حيث تمثل إحداها المورد الرئيسي والأخرى العميل وذلك من أجل التكامل في إنتاج منتج معين أو تقديم خدمة معينة. إن هذا النوع من الاندماج قد يتم من خلال تحقيق التكامل الأمامي والتكامل الخلفي⁴.

¹ Patrick A. Gaughan, « Merger Acquisatin and Corporate Restructurings », John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edision, 2009, p: 13.

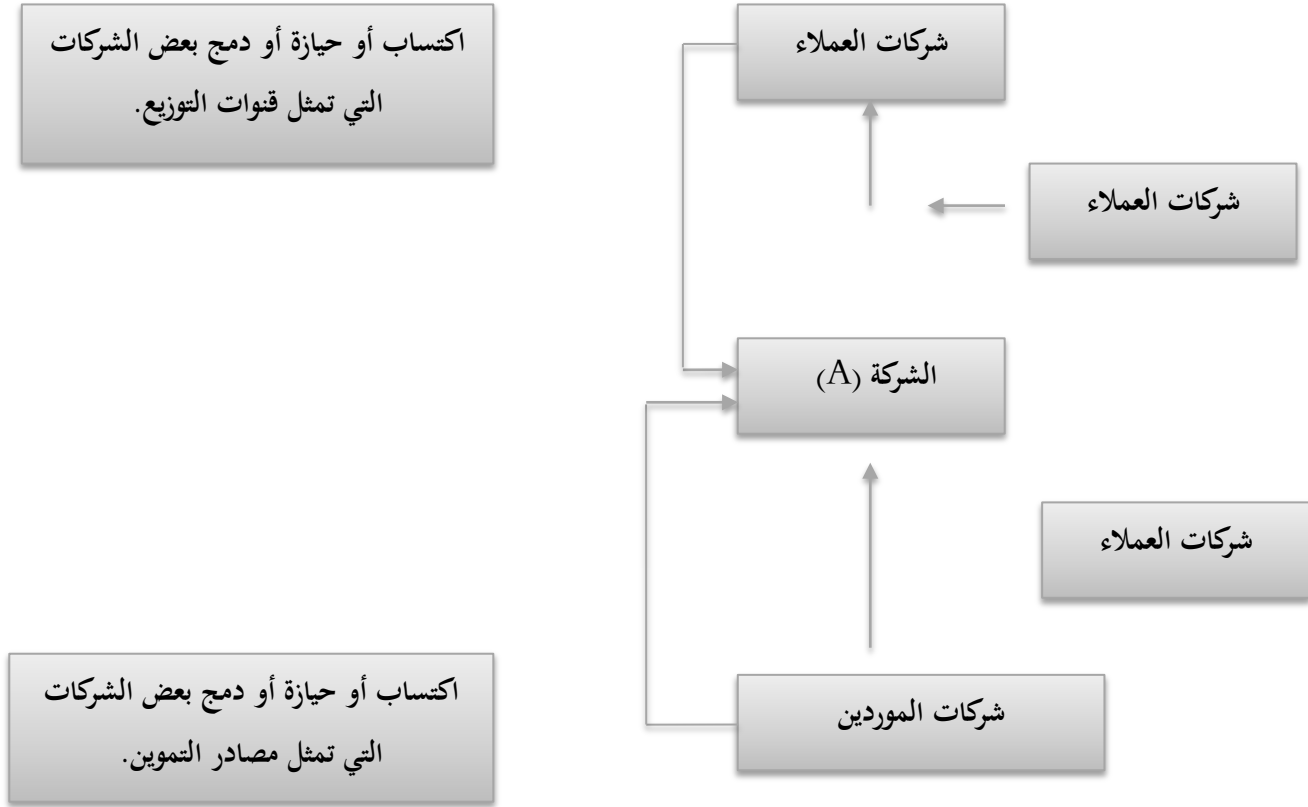
² Patrick A. Gaughan, Op.cit, p: 13.

³ موسى بن منصور، مرجع سابق، ص: 75.

⁴ Christian de BOISSIEU, « finance d'entreprise », Pearson Education, p:905.

والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (34): الاندماج العمودي بين الشركات



المصدر: موسى بن منصور، "دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010، ص: 20

نلاحظ من خلال هذا الشكل أنه بإمكان الشركة (A) أن تتفرع نحو الأمام بالاندماج مع الشركات القائمة على توزيع منتجاتها، وأن تتفرع نحو الخلف بالاندماج مع الشركات القائمة على التوريد لمختلف المدخلات التي تحتاجها في عملياتها الإنتاجية، كما يمكننا التفرع نحو الأمام والخلف، وفي نفس الوقت لتحقيق تكاملاً تاماً في عملياتها الإنتاجية والتمويلية والتسويقية.

وعادة ما ينشأ هذا النوع عندما تكون الجهات الموردة أو شبكات التوزيع نادرة ومكلفة، مما يسمح لشركات المعنية من خلال الاندماج فيما بينهما من تحقيق مجموعة من المزايا نذكر منها ما يلي:¹

¹ موسى بن منصور، مرجع سابق، ص: 19

- الاستفادة من هوامش الربح وتدنية التكلفة من الموردين والموزعين؛
 - التحكم والرقابة الجيدة لنوعية المنتجات والخدمات المقدمة؛
 - اكتساب معارف جديدة في التشكيلية الاقتصادية للمنتوج؛
 - ضمان مصادر التمويل وقنوات التوزيع بشكل مستمر وفعال؛
 - تحقيق الارتباط الجيد بين العمليات التقنية لإنتاج المنتج أو تقديم الخدمة؛
 - زيادة حجم المبيعات والقوة التنافسية لشركة؛
 - تحسين تخطيط المخزون والإنتاج بسبب التدفق الجيد للمعلومات داخل الشركة الواحدة.
- وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع إلا أنه يطرح هو الآخر مشكلتين أساسيتين هما:¹

✓ المنافسة الحادة التي قد تفرضها الشركات الأخرى المتخصصة إذ أن الشركات المندمجة فيما بينهما عموديا تكون أكثر تفرعا وهذا ما يفقدها بعض الحالات السيطرة والتحكم عملياتها أمام الشركات ذات التركيز والتخصص، ومثال ذلك شركة (Microsoft) التي تتخصص في تسويق البرامج، وشركة (Apple) التي تقوم بإنتاج أجهزة الكمبيوتر وتسويق البرامج²؛

✓ احتكار المدخلات الأساسية لبعض الأنشطة الإنتاجية مما يتيح لمالك الشركة فرصة التحكم في الأسعار والقيام بالتسعير المسبق في السوق النهائي للسلعة وذلك بهدف الضغط على الشركات الأخرى المستقلة.

ومن الأمثلة على هذا النوع من الاندماج العمودي، اندماج شركة (Merek) وشركة (Nedco) سنة 1993 تقدر بقيمة 6.6 مليار دولار.³

¹ موسى بن منصور مرجع سابق، ص: 19.

² Christian de Boissieu, opcit, p: 906.

³ Patrick A, Gaughan, opcit, p: 14.

3- الاندماج المتنوع: (Conglomerate Merger)

ينشأ الاندماج المتنوع بين الشركات التي تتباين وتنوع أنشطتها أي تنتج منتجات وتقدم خدمات مختلفة ومتنوعة .

ويوجد ثلاثة أنواع من الاندماجات المتنوعة كما يلي:¹

أ. الاندماج بطرق امتداد المنتجات بتوسع خطوط إنتاج الشركات وتعتبر هذه عمليات اندماج بين الشركات في أنشطة تجارية مرتبطة ببعضها وربما يمكن أن تطلق عليها اندماج متحد المركز.

ب. الاندماج بغرض الامتداد الجغرافي للسوق على شركتين ويتم تنفيذ عملياتها في مناطق جغرافية غير متداخلة.

ج. الاندماج بغرض التنوع البحث ويشمل أنشطة تجارية مختلفة وغير مرتبطة ببعضها البعض ولا يمكن أن تكيف على أنها امتداد للمنتج أو امتداد لسوق.

ومن أمثلة هذا النوع من الاندماج نجد شركة (Philip Morris) التي قامت بشراء شركة (General Food) سنة 1985 ب 5.6 مليار دولار وشركة (Kraft) سنة 1998 ب 13.44 مليار دولار، وشركة (Nabisco) سنة 2000 ب 18.9 مليار دولار، كما نجد شركة جنرال إلكتريك (GE) التي نوعت أنشطتها الإنتاجية من سلع معمرة وأدوات طبية ومنتجات تستخدم في صناعات الطائرات والسيارات.

إن تحليل عمليات النمو الخارجي بين الشركات في السوق الفرنسي أكدت أنه من بين تلك الأنواع الثلاثة سالفة الذكر، أن الاندماج الأفقي يستحوذ على نسبة تتراوح بين (40 الي 70 %) من مجموع هذه العمليات.

والجدول التالي يوضح توزيع الأنواع المختلفة لعمليات الاندماج وفقا لمعيار طبيعة النشاط في فرنسا خلال الفترة 1990-1966:

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:7.

الجدول رقم (21): توزيع عمليات النمو الخارجي في فرنسا خلال الفترة (1990-1966)

البيان	1972-1966	1985-1973	1990-1986
أفقي	49%	44%	69%
عمودي	24%	25%	10%
متنوع	27%	31%	12%
أخرى	/	/	9%

Source: Olivier Meier et Guillaume Schier, Fusion Acquisition, Stratégie finance Management, Dunod, Paris, 2003, p: 43.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن عمليات الاندماج الأفقي تمثل أكبر نسبة من مجموع العمليات خلال كل فترة وقد بلغت أكبر نسبة لها 69% خلال الفترة (1990-1986) وذلك على حساب عمليتي الاندماج العمودي والمتنوع كما أن الفترة 1990-2000 أكدت سيطرة عمليات الاندماج الأفقي¹.

ثانيا: الاندماج حسب العلاقة الموجودة بين أطراف العملية

إن هذا الاندماج يتم حسب العلاقة التي تربط أطراف عملية الاندماج، أي هل هناك اتفاق ورضا بين الأطراف المعنية، أو هناك علاقة عدائية ضد رغبة أحد الأطراف، أو أنه قد تم فرضه من طرف السلطات التنفيذية على الأطراف المندجة، ويمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع وفقا لهذا المعيار، وسيتم التعرف على هذه الأنواع:

1-الاندماج الودي

يقصد بالاندماج الودي أو الإداري أو الطوعي (**Friendly Merger**) الذي يتم من خلال تطابق الإرادة والتفاهم المشترك بين مجالس إدارات الشركات المندجة بهدف تحقيق مصلحة مشتركة²، وذلك من خلال دراسة شروط الاندماج والآثار المترتبة عنه من النواحي القانونية والمالية والاقتصادية والإدارية والاجتماعية وعرضها على المساهمين في الشركة المستهدفة والذين يمثلون أصحاب القرار النهائي للموافقة عليها، ويطلق عليه أيضا بالاندماج التعاقدية والاختياري.

¹ Oliver Meier, op.cit, p: 43

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 8.

2-الاندماج العدائي

يقصد بالاندماج العدائي (**Hostil Merger**) ذلك الذي يتم دون رغبة وموافقة الشركة المستهدفة للاندماج، وذلك من خلال تقديم عرض لشراء مباشرة إلى مساهميها دون استشاراتها أو الاتفاق معها معتمدة أسلوب الإغراء، إذ تقوم بعرض سعر يفوق السعر السوقي لتلك الأسهم كتحفيز لمساهمين على التنازل عن أسهمهم من جهة، وضغطها على مقاومة الإدارة من جهة أخرى، ويتم هذا النوع من الاندماج عادة عندما تسيطر إدارة ضعيفة على شركة ذات قدرات وإمكانيات جيدة، مما يفتح المجال أمام الشركات الناجحة إلى استهداف تلك الشركة، بهدف تغيير إدارتها الضعيفة بإدارة قوية، تتمكن من الاستغلال الأمثل للإمكانيات والطاقات المتاحة لديها.¹

ولعل أحسن مثال على هذا النوع من الاندماج هو اندماج شركة (**Mittal**) وشركة (**Arcelor**)² في سنة 2006.

ويميز الاقتصادي (**Ritch**) في هذا الإطار بما أسماه: عملية الدمج بدون تفاوض بين خمسة مفاهيم أساسية هي:³

- **قطار ليلة السبت (Saturday Night Special):** وقد ظهرت هذه العملية منتصف السبعينات بشكل واسع، ويقصد بها قيام الشركة الراغبة في الاندماج بتقديم عطاء نقدي لجميع أسهم الشركة المستهدفة لمدة سبعة أيام تبدأ عادة يوم السبت، وذلك لكسب ميزة الوقت وعدم إعطاء الفرصة للدفاع بسهولة؛

- **عناق الدب (Bear Hug):** وهي تعني قيام الشركة الراغبة في الاندماج بتقديم عرض لمجلس إدارة الشركة المستهدفة، وفي شكل خطاب يتضمن معلومات كافية عن السعر والشروط، مع تحديد إطار زمني (إعادة ما يكون ضيقاً) للرد الرسمي عن العرض، كما يتضمن تهديد بتقديم عطاء لحملة الأسهم في حالة الرفض؛

¹ موسى بن منصور، مرجع سابق، ص: 216.

² Christian de BoISSIEU, op.cit, p : 921.

³ موسى بن منصور، مرجع سابق، ص: 25.

- **القضم الرقيق (Nibble Strategy):** وتعد هذه العملية الأكثر شيوعاً في عمليات الدمج بدون تفاوض، وهي تشير إلى الحالات التي تقوم فيها الشركة الراغبة في الاندماج بالتمهيد لذلك من خلال تلك نسبة تتراوح بين (5%) و(30%) من أسهم الشركة المستهدفة كمرحلة أولى، ثم تقوم في المرحلة الثانية بتقديم عرض لشراء باقي الأسهم؛
- **الضربة الضيقة (Swipe):** وهي تشير إلى تلك الحالة التي تحدث عندما يوقع مجلس الإدارة اتفاق لبيع الشركة ثم ينقص مزايدا انتهازيا على البائع بعرض أعلى؛
- **عطاء الرافعة (Leveraged Bid):** هو يشير إلى السيطرة التي تمول عن طريق الأموال المقترحة بدلا من الأموال الخاصة.

ثالثا: أنواع الاندماج حسب طبيعة جنسية الشركات المندمجة

إن الاندماج حسب هذا الحصار يتم وفق جنسية الشركات التي تمثل طرفا في عملية الاندماج، وعلى هذا الأساس يمكن أن نميز بين نوعين من الاندماج هما:

1- الاندماج بين الشركات المحلية

يقصد بالاندماج بين الشركات المحلية الذي يتم بين الشركات التي تنتمي إلى بلد واحد، ويرى العديد من الاقتصاديين والخبراء أن هذا النوع يعد خيار استراتيجيا فاعلا لتكامل بين الشركات المحلية وتقوية طاقات الإدارة والتسويقية والتمويلية وبناء قوة عملية تتيح لها فرصة تخطي الآثار السلبية التي تترتب على المنتجات المحلية في الأسواق الخارجية جراء عملية الإغراق والمناقشة الغير مشروعة.¹

2- الاندماج بين الشركات المتعددة الجنسيات

إن الاندماج بين الشركات المتعددة الجنسيات أو ما يعرف بالاندماج عبر الحدود (**Gross Broder Merger**)، هو ذلك الاندماج الذي يتم بين شركتين أو أكثر تنتمي إلى جنسيات مختلفة، وقد ظهر هذا النوع كنتيجة للتغيرات الاقتصادية العالمية خلال العقود الأخيرة من القرن العشرين والمتمثلة في العولمة وتحرير الاستثمار الأجنبي.

¹ موسى منصور، مرجع سابق، ص: 26.

ومن الأمثلة للاندماج عبر الحدود في قطاع السيارات قيام شركة (GM) خلال السبعينيات من القرن الحالي بالاستيلاء على شركة (Isuzu) في اليابان وشركة (Saab) في السويد، وفي سنة 1998 قيام شركة (Daimler) بالاندماج مع شركة (Chrysler)، واستحوذت شركة (Ford) على شركة (Volvo) سنة 1999 وشركة (Land Rover) سنة 2000، وشراء شركة (Tata Motors) شركة (Daewoo) سنة 2004.

المبحث الثاني: نشاط عمليات الاندماج

عرف نشاط الاندماج بين الشركات تطوراً سريعاً منذ نهاية القرن 19م، حيث شهد موجات عديدة انطلاقاً من الولايات المتحدة الأمريكية التي تعدّ السوق الأول في هذا المجال، لتشمل دول عديدة خلال القرن العشرين والقرن الواحد والعشرين، وسيتم تناول هذا المبحث ضمن المطالب التالية:

- نشاط عمليات الاندماج خلال الفترة (1897-1974)؛

- نشاط عمليات الاندماج خلال الفترة (1979-1990)؛

- نشاط عمليات الاندماج خلال الفترة (1990-2007).

المطلب الأول: نشاط عمليات الاندماج خلال الفترة (1897-1974)

يعد دمج شركتين أو أكثر إحدى الظواهر المألوفة منذ أوائل القرن التاسع عشر فالإندماج بين الشركات لم يكن حيث النشأة بل تمتد جذوره إلى عمق التاريخ، ولقد عرفت عمليات الاندماج مراحل الأولى (1897 - 1974) ثلاث موجات رئيسية تميزت كل موجة بنوع معين من الاندماج حسب طبيعة النشاط، وكانت كل موجة تأتي لأجل التخلص من نقائص الموجة السابقة لها وقد تركزت بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية.

وسيتم التطرق لهذه المرحلة من خلال النقاط التالية:

أولاً: الموجة الأولى (1897-1904)؛

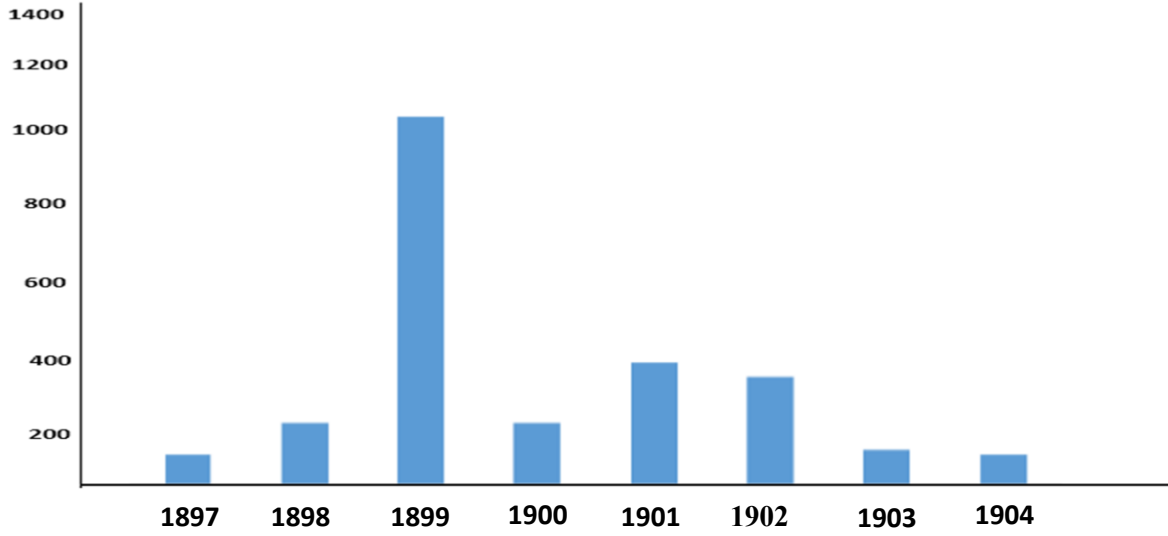
ثانياً: الموجة الثانية (1916-1929)؛

ثالثاً: الموجة الثالثة (1965-1975).

أولاً: الموجة الأولى (1897-1904)

ارتبطت هذه الموجة بالثروة الصناعية، حين ظهرت التكتلات الدولية خلال الستينات من القرن التاسع عشر وبداية كانت بعد الذعر المالي لعام 1893 وبلغ قمة ذروة الاندماج لعام 1899 والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم(35): عدد نشاط عمليات الاندماج خلال الفترة 1897-1904



Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, P: 37.

الشكل يوضح عدد نشاط عمليات الاندماج خلال الفترة 1904-1897 حيث بلغت ذروتها سنة 1899 بحوالي 1200 عملية وتراجعت خلال السنوات الموالية لتصل في سنة 1904 إلى 79 عملية.

وفي هذه الموجة حصلت الاندماجات الأفقية الرئيسة التي خلقت عمالقة الشركات الأساسية في مجال الحديد والصلب والنفط والتعدين والسكك الحديدية ولعل أهم هذه الكتل الاقتصادية تتمثل في:¹

✓ شركة (Standard Oil)؛

✓ شركة (Estman Kodak)؛

✓ شركة (General Electric)؛

✓ شركة (JP Margen)؛

✓ شركة (C Dupont)؛

✓ شركة (American Tobacco)؛

✓ شركة (Navistar).

¹ Patrick Gouhan, op.cit, P: 38.

والجدول التالي يبين أنواع الاندماج حسب النشاط في الو.م.أ خلال هذه الموجة:

الجدول رقم(22): نوع الاندماج حسب النشاط في الو.م.أ خلال الفترة (1897-1904)

نوع الاندماج	أفقي	عمودي	متنوع	المجموع
النسبة %	78.3%	12%	9.7%	100%

Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, P: 38

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن الاندماج الأفقي يمثل نسبة كبيرة جدا مقارنة بالأنواع الأخرى بنسبة **78.3%**، وهذا راجع إلى طبيعة الظروف الاقتصادية خلال تلك الفترة القائمة على الاحتكار ومقاومة المنافسة وضمان الاستمرار. وقد أطلق على هذه الموجة بموجة الاحتكارات.¹

أما نهاية هذه الموجة كان مع ظهور أزمة **1904-1907** وإعلان أكبر مصرف في الولايات المتحدة الأمريكية إفلاسه بنك **(National Bank of Camas)**، ثم تتالت الإفلاسات وتوقفت المصارف عن الدفع، بعد تثبيت الأسعار عن طريق الاحتكارات الناجمة عن عمليات الاندماج وتطور الأمر إلى تقديم الشكوى إلى المحاكم التشريعية ووافق ذلك الاتفاقات التي لحق بحركة الاندماج فمن بين **328** صفقة أخفقت نحو **154**، وكان من أسباب ذلك رشوة المشرعين القانونيين لإنجاح الصفقات وانتشار عمليات السرقة وهو الأمر الذي حدا بالمسؤولين إلى إصدار قانون **(Sherman antitrust)** الذي عزز عام **1913** بإصدار قانون كليتون **(Clayton Act)** لوقف الفساد الإداري والاندماجات الاحتكارية.

ثانيا: الموجة الثانية (1916-1929)

تعد هذه الموجة الأكبر مقارنة بالموجة الأولى وقد تزامن ظهورها مع ازدهار النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن العلامات المميزة لهذه الموجة ظهور الاندماجات الرأسية نظرا لسهولة التشريعات والقوانين المنظمة لها مقارنة بالأنواع الأخرى حيث قامت **12** ألف شركة باندماج فيما بينها خلال الفترة (1919-1931) حيث بلغت الأصول المستحوذ عليها **13** بليون دولار، وقد كان هدف الشركات حينها هو تحقيق التعامل في

¹ Broc Romanek, Cynthia M. Krus, Merger and acquisition, captone, uk, 2002, p: 14.

العمليات الإنتاجية وضمنان الموردين والأسواق وكان من نتائج هذه الموجة ظهور شركات كبيرة في قطاعات مختلفة منها:¹

• شركة (General Motors)؛

• شركة (IBM)؛

• شركة (Johndcen)؛

• عدد كبير من الشركات القابضة.

ولقد انتهت هذه الموجة بظهور أزمة الكساد الكبير 1929.

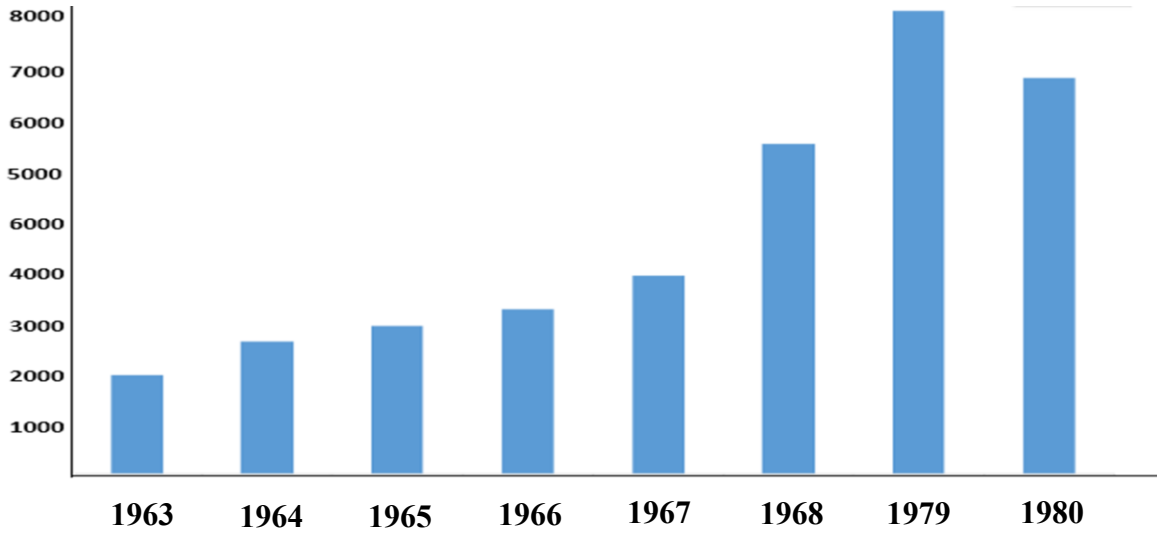
ثالثا: الموجة الثالثة (1965-1975)

تعد هذه الموجة الثالثة في تاريخ نشاط عمليات الاندماج في الو.م.أ وقد عرفت مستوى عالي من نشاط الاندماج، وتميزت هذه الموجة عن غيرها من الموجات السابقة بالاندماجات المتنوعة وذلك لأجل تنويع خطوط الإنتاج وتعزيز المركز التنافسي والتنويع في مجالات جديدة ومجارة التغيرات التقنية وإعادة هيكلة بعض الشركات بحيث أن 80% من الاندماجات كانت متنوعة خلال هذه الموجة.

و الشكل التالي يبين حجم عمليات الاندماج خلال الفترة (1968-1980).

¹ Patrick Goughan, op.cit, P: 44.

الشكل رقم (36): حجم عمليات الاندماج خلال الفترة (1968-1980)

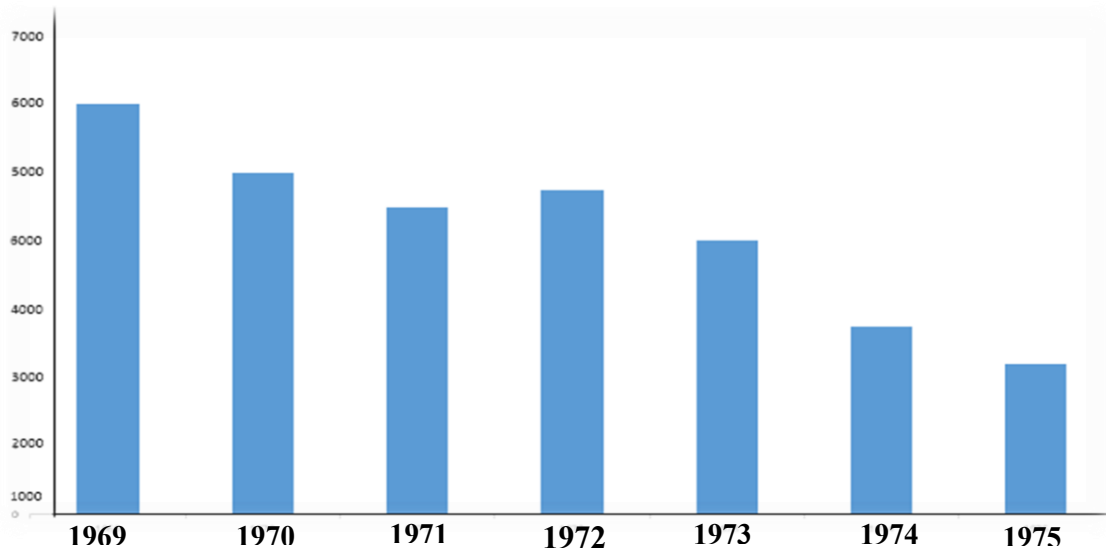


Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, P: 45.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن حجم عمليات الاندماج بدأ في الارتفاع من سنة 1963 ليصل أقصى ذروته خلال سنة 1960 و1970.

والشكل التالي يبين حجم عمليات الاندماج خلال الفترة (1969-1975) في الو.م.أ.

الشكل رقم (37): حجم عمليات الاندماج خلال الفترة (1975-1969) في الو.م.أ.



Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, P: 52.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن حجم عمليات الاندماج في الو.م.أ بلغ ذروته سنة 1969 بحوالي 6000 صفقة ثم بدأ في الانخفاض ليصل إلى حوالي 2000 صفقة سنة 1975.

المطلب الثاني: نشاط الاندماج بين الشركات خلال الفترة (1990-1979)

ظهرت خلال هذه الفترة موجة كبيرة من الاندماجات وهي الرابعة في تاريخ هذا النشاط، حيث تعدت حدود البلد الواحد لتصبح ذات طابع دولي وظهور أسواق جديدة مثل السوق الفرنسي والبريطاني، كما أنها فاقت حجم وقيمة الموجات السابقة وانتهت مع تراجع النمو الاقتصادي في نهاية الثمانينات من القرن العشرين. وسيتم التطرق لهذه الموجة من خلال النقاط التالية:

أولاً: طبيعة نشاط الاندماج بين الشركات خلال هذه الفترة؛

ثانياً: نشاط الاندماج بين الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية؛

ثالثاً: نشاط الاندماج في السوق الفرنسي.

أولاً: طبيعة نشاط الاندماج بين الشركات خلال هذه الفترة

لقد تميزت هذه الموجة بالصفقات الضخمة أو ما يطلق عليها بالاندماجات الكبرى (Mega Merger) وكذلك الصفقات العابرة للحدود والجدول التالي يبين أكبر عشر اندماجات حدثت خلال الفترة (1981-1989):

الجدول رقم (23): أكبر عشر اندماجات خلال الفترة (1981-1989) (الوحدة: بليون دولار)

المرتبة	قيمة الصفقة	الشركة المندمجة	الشركة المدمجة	السنة
1	25.1	RJR. Nabiseo	Kohlberg Kravis	1988
2	13.3	Gulfoil	Chevron	1984
3	13.1	Kraft	Philip Morris	1988
4	12.5	Squibb	Bristol Myers	1989
5	10.1	Gettgoil	Texaco	1984

6	8	Conoco	Dupont	1981
7	7.8	Strandaroil of ohio	British petroleum	1987
8	6.6	Marathoil	U.S STEel	1981
9	6.5	Federted Stores	Campeau	1988
10	6.2	Beatrice	Kohlberg Kravis	1986

Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, P: 60.

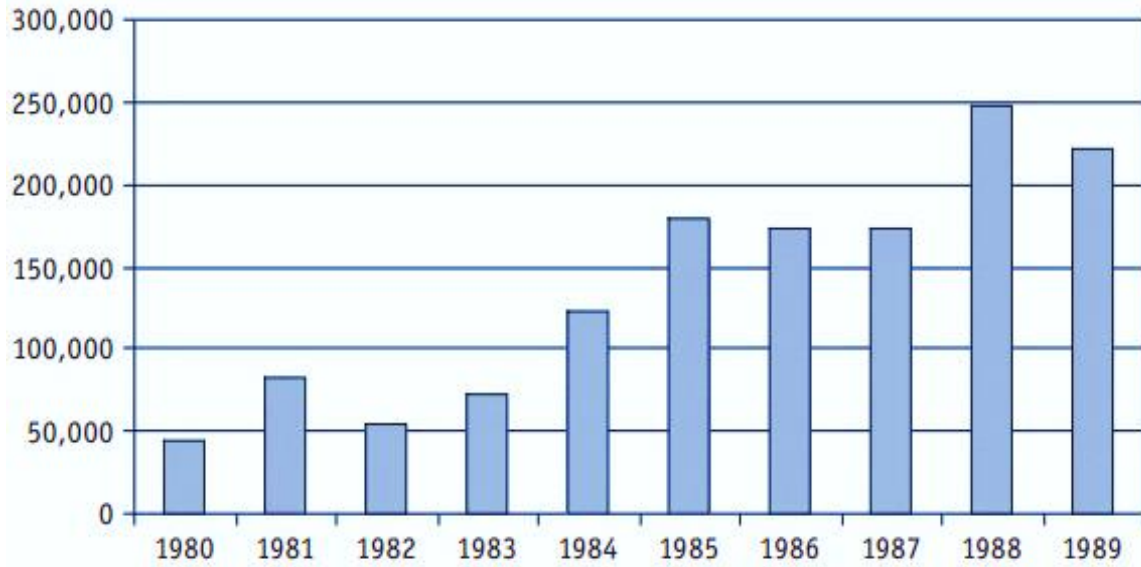
نلاحظ من خلال الجدول أن نشاط عمليات الاندماج شمل قطاعات مختلفة أهمها قطاع المحروقات، ويعد الاندماج الذي تم بين شركة (Kohlberg Kravis) وشركة (RIR Nabiseo) الأكبر من حيث القيمة وذلك بصفقة تقدر بحوالي 25.1 بليون دولار، كما أنها قامت بالاستحواذ قبل على شركة (Bratrice) سنة 1986 بقيمة 6.2 بليون دولار، وتأتي في المرتبة الثانية شركة Chevron التي قامت بشراء شركة (Gulfoil) بصفقة تقدر قيمتها 13.3 بليون دولار، وتأتي في المرتبة الثالثة العملية التي جمعت شركة (Philiph) وشركة (Krajb) بقيمة 13.1 بليون دولار.

ولقد كانت عمليات الاندماج خلال هذه الفترة عدائية (Hostiles Mergers)، كما أن انخيار البورصات في أكتوبر 1987 دور كبير في تزايد حجم هذه العمليات وقيمة هذه الاندماجات، وقد انتهت في سنة 1989.

ثانيا: نشاط عمليات الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية

لقد كانت هذه الفترة أكثر نشاطا وتميزا بالعمليات الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية مقارنة بالفترات والموجات السابقة حيث تم استخدام عمليات دفاعية وهجومية (Tareover Stratgie) ضد العروض العدائية (Hostil) كما تمويل اغلب العمليات عن طريق الديون (Leverged Byout) والشكل التالي يوضح قيمة عمليات الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1980-1990).

الشكل رقم(38): قيمة عمليات الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1980-1990)



Source Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, p: 28.

نلاحظ من خلال الشكل أن قيمة عمليات الاندماج بين الشركات في الو.م.أ خلال الفترة (1980-1989) قد بلغت ذروتها في سنة 1988، حيث بلغت حوالي 25000 مليون دولار مقارنة بالسنوات الأولى التي بدأت في الارتفاع لكنها تراجعت خلال سنة 1989 إلى أقل 25000 مليون دولار.

ثالثا: نشاط الاندماج في السوق الفرنسي

إن السوق الفرنسي يعتبر حديث النشأة مقارنة بالسوق الأمريكي، حيث بدأ نشاطه في الستينات من القرن العشرين ولقد عرفت الفترة (1985-1990) موجة ثانية من الاندماجات في السوق الفرنسي ارتبطت بزيادة تنظيم السوق المالي وتركز نشاطها ما بين (1986-1988).

المطلب الثالث: نشاط الاندماج بين الشركات خلال الفترة ما بين (1990-2007)

إن عمليات الاندماج بين الشركات خلال هذه الفترة تعد الأكبر والأكثر تناقصا بالنسبة للموجات السابقة، ولقد عرفت هذه الفترة موجتين متتاليتين. وسيتم التطرق لهذه الفترة من خلال النقاط التالية:

أولا: الموجة الخامسة (1990-2000)؛

ثانيا: الموجة السادسة (2001-2007)؛

ثالثا: نشاط عمليات الاندماج في عدة أسواق.

أولا: الموجة الخامسة

بدأت هذه الموجة سنة 1992، حيث أن حجم عمليات الاندماج ارتفع بصورة ملحوظة وشهد صفقات ضخمة (Mega Merger) وقليل من الاندماجات العدائية، وقد جاءت كنتيجة حتمية للتغيرات الاقتصادية العالمية والمتمثلة في العولمة وانفتاح الأسواق والاستثمار الأجنبي المباشر، ولقد كانت عمليات الأسواق والاستثمار الأجنبي المباشر، ولقد كانت عمليات عملية شملت عدة قطاعات خاصة القطاع البنكي والمالي والاتصالات. كما أنها ازدهرت في عدة أسواق عالمية منها السوق الأوروبي والسوق الآسيوي، ولقد عرفت هذه الموجة نشاط مزدهر خلال سنة (1996-1999)، حيث سعت الشركات إلى زيادة الحجم وتخفيض درجة المنافسة وزيادة الإنفاق على البحوث والتطوير.

ثانيا: الموجة السادسة (2001-2007)

شهدت هذه الفترة زيادة ملموسة في عمليات الاندماج، واهم ما ميز هذه الموجة هو وجود صناديق التحوط أو التامين، وهذه الشركات كان لها دور حيوي في الضغط على الشركات للتوجه نحو الاندماج فيما بينها، وهناك عوامل عديدة ساهمت في زيادة عمليات الاندماج والاستحواذ مثل:¹

- تحسين الأوضاع الاقتصادية؛

- زيادة ربحية كثير من الشركات؛

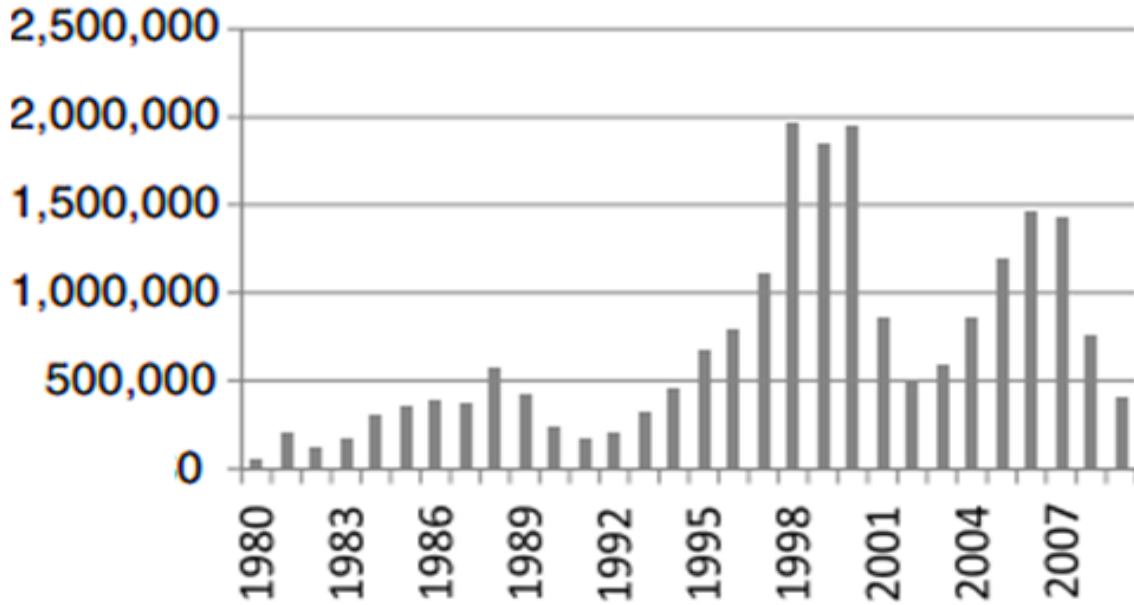
- زيادة الدخل عن طريق سوق الأسهم؛

- تحسين مستوى ائتمان الشركات.

والشكل التالي يبين قيمة عمليات الاندماج خلال الفترة (1980-2007).

¹ رمزي صبحي مصطفى الجرم، اندماج البنوك كإحدى آليات التطوير المصرفي، دار الجامعة الجديدة، 2013، ص: 144.

الشكل رقم (39): قيمة عمليات الاندماج خلال الفترة (1980-2007). (مليون دولار).



Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, p: 72.

نلاحظ من خلال هذا الشكل تزايد الاندماج خلال فترة نهاية العقد الأخير من القرن العشرين وبداية العقد الأول من القرن الواحد والعشرين خاصة خلال سنة 2007.

والجدول التالي يبين أكبر عشرة اندماجات تمت خلال الفترة (1998-2008).

الجدول (24): أكبر عشر اندماجات حتى أول جانفي 2008

الرتبة	الشركة الدامجة	الشركة المندمجة	قيمة الصفقة	تاريخ الإعلان	تاريخ الصفقة
1	Vodafone	Mannesman	203	نوفمبر 1999	جانفي 2000
2	RoyalDutchPettotun	Skell Transport and trading	185	أكتوبر 2004	ديسمبر 2004
3	America online (AOL)	Time warner	182	جانفي 2000	جانفي 2001
4	RBS.Fortis et santander	ABN Amro	99	مارس 2007	أكتوبر 2007

5	Pfiser	Warner Lant est	89	نوفمبر 1999	جوان 2000
6	Exxon	Mobil	86	ديسمبر 1998	نوفمبر 1999
7	Atand T	Bell south	86	مارس 2006	فيفري 2007
8	Glaxowellcom	SMITH KLINR Beecham	79	جانفي 2000	ديسمبر 2000
9	Trvglers Group	Citicorp	73	افريل 1998	اكتوبر 1998
10	Com cast	AtandtcBroadl and sewice	72	جويلية 2001	نوفمبر 2002

Source: Christian de BOISSIEU, « finance d'entreprise », Pearson Education, p:901.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن عمليات الاندماج بين الشركات خلال هذه الفترة ميزت شركات كبيرة ومتميزة، كما أنها شملت قطاعات مختلفة هما قطاع الاتصالات والبنوك والمحروقات وقد تم إتمام هذه الصفقات بمبالغ ضخمة جدا وتقع في قمة هذه العمليات الاندماج الذي تم بين شركة (Vodafone) وشركة (Mansmam) بصفقة بلغت قيمات 203 بليون دولار، كما نلاحظ من خلال الجدول أن اغلب العمليات استغرقت مدة بين شهر وسنة لإتمام الصفقات.

ثالثا: نشاط عمليات الاندماج في عدة أسواق

ما ميز عمليات الاندماج خلال الفترة (1990-2007) أنها تعدت حدود البلد الواحد وأصبحت عالمية وظهر أسواق جديدة خاصة في الاتحاد الأوروبي ودول آسيا مثل اليابان والصين ودول أمريكا اللاتينية وبعض الدول العربية ولعل أهمها:

1- السوق الفرنسي

لقد عرفت هذه الفترة (1990-2007) نشاطا مميزا في عمليات الاندماج في السوق الفرنسي فخلال الفترة (1995-2000) وصل حجم عمليات الاندماج حوالي 460 مليار دولار وخلال سنة 2006 و 2007 قدرت 366 مليار دولار¹.

¹ Olivier Meier, op.cit, p: 39,40

والجدول التالي يبين أهم عمليات الاندماج في السوق الفرنسي خلال الفترة (2000-2007).

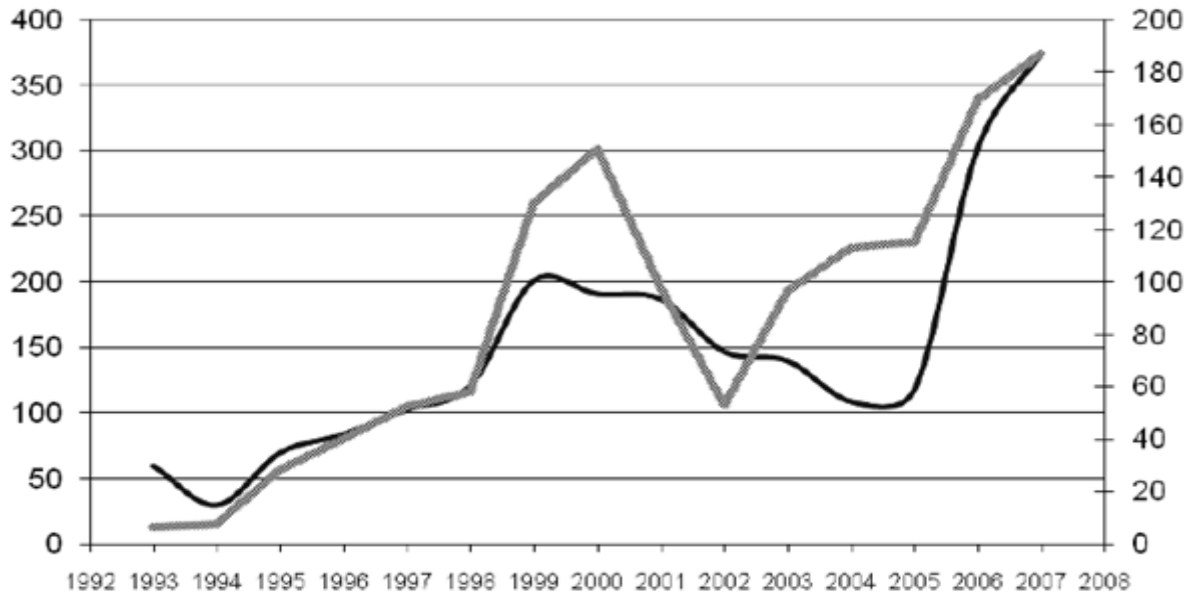
الجدول رقم(25): أهم عمليات الاندماج في السوق الفرنسي (2000-2007)

تاريخ الإعلان	تاريخ العملية	الشركة المستهدفة	الشركة المستحوذة	مبلغ العملية
جانفي 2004	أوت 2004	Aventis	Sanofi- Sunthédo	55.3
جويلية 1999	فيفري 2000	ELF	Totoldina	52.6
جانفي 2006	جويلية 2006	Arcelot	Mittal	33
مارس 2006	أكتوبر 2006	Natixis	CNCE+Bank Popolaire	25.1
جويلية 2005	فيفري 2006	Autoroutes de Sude de France	Vinci	15
أفريل 2007	جوان 2007	Rodamco	Unibail	14.2
أفريل 2005	جويلية 2005	Allied Domeca	Fenod Ricard	14

Source : Christian de BOISSIEU, « finance d'entreprise », Pearson Education, p: 903.

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن عمليات الاندماج تمت بين الشركات الفرنسية وشركات عالمية شملت قطاعات متعددة ولعل أهم هذه العمليات التي تمت بين شركة (Aventis) وشركة (Sanofi) وهما تعملان في صناعة الأدوية، ولقد استغرقت هذه العمليات لتنفيذها حوالي 8 أشهر على الأكثر وقدر مجموع مبالغ هذه العمليات بحوالي 200 مليار دولار.

الشكل رقم (40): موجات الاندماج في فرنسا



Source : Olivier Meier et Guillaume Schier, Fusion Acquisition, Stratégie finance Management, Dunod, Paris, 2003, p: 46.

من خلال الشكل يتضح أن تقيم عمليات الاندماج في السوق الفرنسي بالنسبة لشركات المدرجة في السوق المالي، بدأت مع بداية موجات الاندماج في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية، وكانت مزدهرة خلال فترة التسعينات وبداية القرن الواحد والعشرين.

المبحث الثالث: أهداف وأسباب عمليات الاندماج

يوجد العديد من الأسباب والأهداف تشجع الاندماج بين الشركات، منها أسباب اقتصادية ومالية وأسباب تدعو إلى التوسع والنمو، وأيضاً من خلال الاندماج يمكن تكوين شركات قادرة على مواجهة مخاطر السوق، وكذلك هنالك العديد من الأهداف لا يمكن أن تتحقق إلا عن طريق الاندماج، وسيتم تناول هذا المبحث ضمن المطالب التالية:

أهداف عمليات الاندماج؛

– أسباب عمليات الاندماج؛

– النظريات المفسرة لعمليات الاندماج.

المطلب الأول: أهداف عمليات الاندماج

إن قرار الاندماج بين الشركات يعد قرار استشارياً واستراتيجياً له أهداف تسعى الشركات المندمجة إلى تحقيقه فقرار شراء شركة يعد قرار كثير الصعوبة من قرار شراء وبالتالي هناك مجموعة من الأهداف العملية تسعى الشركات المندمجة إلى تحقيقها، سيتم التطرق إليها من خلال النقاط التالية:

أولاً: زيادة قيمة إضافية؛

ثانياً: التنوع؛

ثالثاً: مزايا ضريبة؛

رابعاً: أهداف أخرى.

أولاً: زيادة قيمة إضافية

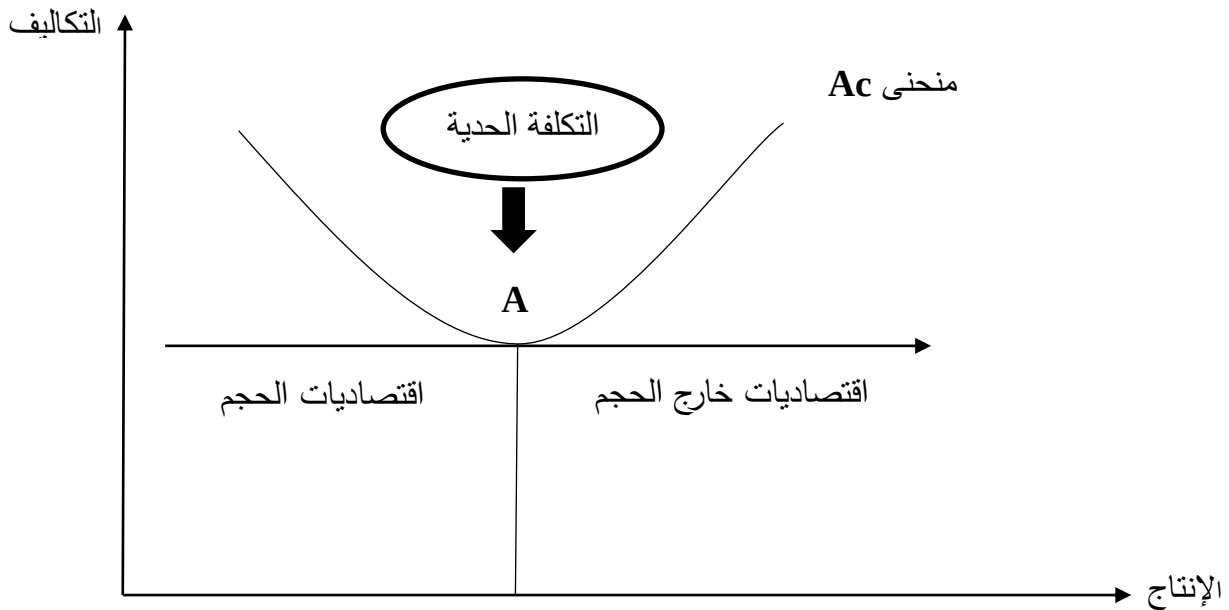
يمكن الهدف الرئيسي للاندماج في زيادة قيمة الشركات المندمجة حيث يؤدي الاندماج إلى تجميع الموارد والإمكانات في شركتين بحيث تكون العائدات الكلية الناجمة عن جمع تتجاوز العائدات الكلية للمشاركين قبل الاندماج، وان وصف النتائج يكون كالتأثير $(2+2=5)$ بدلاً من 4 وتعني هذه المعادلة أن جمع مؤسستين سيكون

أكثر ربحية من مجموع أرباح كل منهما منفردة، وهذا ما يطلق عليه مصطلح التعاون الإيجابي، حيث أن هناك نوعين من التعاون الإيجابي يمكن لشركات المندجة أن تستفيد منهما¹.

ويتمثل النوع الأول في التعاون التشغيلي (**Operating Syneigie**) والذي يتضمن تخفيض التكاليف وكذلك من خلال الاستفادة من التكاليف الثانية في تغطية التكاليف الكلية، ووجود اقتصاديات الحجم (**Economy of Scal**)، وتحقيق مستويات أعلى من الأرباح والدخل، وتنشأ وفورات الحجم في حالة عدم القدرة على تجزئة بعض المواد مثل المعدات والنفقات العامة والتي تقدم عوائد متزايدة إذ ما تم توزيع تكلفتها على عدد كبير في وحدات المخرجات، وهكذا فإن عمليات التشغيل الصافي نجد أن الاستثمار المكثف في الآلات والمعدات ينتج عنه ضرورة توافر اقتصاديات الحجم، ويعتبر الاندماج الرأسي من المجالات التي يمكن غالباً فيها تحقيق اقتصاديات التشغيل.²

إن الاندماج يؤدي غالباً إلى تمكين الوحدة الناتجة عن الاندماج من تخفيض تكاليفها عن طريق إغلاق بعض الفروع المتشابهة وأن مفهوم وفورات الحجم يعتمد على شكل منحنى الكلفة كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (41): منحنى اقتصاديات الحجم ولا اقتصاديات الحجم



Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, p: 136.

¹ Patrick ghaun, opcit, p: 133.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 44-45.

يوضح (AC) متوسط التكلفة لكل وحدة من الناتج عند مستويات مختلفة من الأرباح، وكذلك التكلفة الإضافية (MC) عند إنتاج وحدة إضافية خلال المسافة (QA) توجد وفرات الحجم، ثم يرتفع فوقه بعد تقاطعهما عندئذ تحصل لا وفرات الحجم.

ولقد حقق الاندماج الذي تم بين شركة (Air-France) و (KLM) تعاون قدره 600 مليون أورو، 180 مليون أورو تمت في حجم زيادة الدخل و 420 مليون أورو تمثل حجم التكاليف التي تم تخفيضها¹.

أما النوع الثاني فيتمثل في التعاون المالي (Financier Syneigie) يشير التعاون المالي إلى تأثير الشركات المندمجة على تكلفة رأس المال، وتخفيض المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركات خاصة الإفلاس ويعتبر الاندماج المتنوع النوع المثالي الذي يحقق هذا النوع.

إن التعاون يسمح بتحقيق قيمة إيجابية لعملية الشراء:²

$$NAV = VAB - (VA + VB) - (P + E)$$

قيمة الشركتين المندمجتين: VAB

قيمة الشركة A: VA

قيمة الشركة B: VB

العلاوة المدفوعة لشركة P: B

تكاليف عملية الاستحواذ: E

تمثل هذه المعادلة في المنافع المترتبة على عملية دمج شركتين (A) و (B) في الفارق بين مجمل القيمة الحالية لشركتين بعد الدمج ومجموع قيمتها معا قبل الدمج:

$$VAB - [VA + VB]$$

أما تكاليف فتمثل في الفرق بين المبلغ المدفوع لشركة (B) وقيمتها كشركة مستقلة وذلك من خلال المعادلة

$$E = \text{Price-Value (B)}_c$$

¹ Christian de Boissieu, op.cit, p : 902.

² Patrick Ghanhan, op.cit, p: 132,133.

ويتوقف تقدير التكلفة على كيفية تقاسم منافع الدمج بين مالكي الشركة الداخلة **A** والشركة المدموجة **B**، وكذلك على كيفية تمويل عملية الدمج نقداً أو تبادل أسهم أو معا.

وتعد التكلفة بالنسبة إلى الشركة (**B**) كناية عن العلاوة المدفوعة (**premium**) على الأخذ بالحسبان أنه يسعى إلى تحقيق أكبر قيمة ممكنة لهذه العلاوة، في حين أنها تعد قيمة الشهرة (**goodwill**) التي تسعى الشركة **A** إلى تخفيضها وبالتالي تكون عملية الدمج مجدية حينما تتجاوز المنفعة التكلفة وفقاً للمعادلة التالية:

$$P - E = \text{Value (A+B)} - \text{Value (A)} - \text{Price (B)} > 0$$

ثانياً: التنوع

إن إيواء الشركات إلى عمليات الاندماج يعتبر في حد ذاته بمثابة التنوع في الاستثمارات سواء في نفس قطاع النشاط أو في قطاعات أخرى، ويشمل التنوع العديد من المجالات نذكر منها:

- ✓ تنوع مصادر التمويل؛
- ✓ التنوع التكنولوجي؛
- ✓ تنوع الأسواق؛
- ✓ تنوع المنتجات؛
- ✓ تنوع الأصول؛
- ✓ تنوع العملاء.

ويهدف التنوع بمختلف أشكاله إلى تحقيق مزايا تتمثل في:

1- تقليل المخاطر

إن التنوع يكون بالنسبة لشركات المندجة محفظة للاستثمارات وهذا يؤدي إلى تحليل التقلبات في العائد واستقراره، وبالتالي تقليل المخاطر المنتظمة لشركة الجديدة.

وطبقاً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية فإن معدل العائد على السهم يرتبط طردياً مع معدل المخاطر أي يزيد بزيادته وينخفض بانخفاضه، وبالتالي يؤدي الاندماج بين شركتين لها نفس التقلبات في العائد ولكن في اتجاهات مختلفة أي أنهما يرتبطان ارتباط سالب يؤدي إلى تقليل التقلبات في العائد نتيجة ارتفاع القيمة السوقية

للأسهم في الشركة الجديدة الناتجة عن الاندماج فانه يتأثر سلباً نتيجة الاندماج، فالمساهم في هذه الحالة يستطيع تكوين محفظة استثمارات الخاصة به وشراء أسهم الشركة الأخرى ويتكفل اقل في حين يستفيد كل من الأجراء والمسيرين وحملة السندات من عملية الاندماج لان الشركة الجديدة ستكون قدرتها على السداد وموقعها المالي أقوى من الشركات المنفردة مما يزيد من قيمة السندات السوقية، أما المدريين فيستفيدون من نمو الشركة وحجمها وما يرتبط بها من منافع لهم وكذلك ثبات الحوافر المرتبطة بالأرباح.

2- تخفيض تكلفة الديون

يؤدي تنوع أنشطة الشركة من خلال عملية الاندماج إلى حصول الشركة المندمجة على ديون لتمويلها في حالة العسر المالي.

3- القدرة على زيادة التمويل

كثيراً ما تشجع فرص التمويل على عمليات الاندماج بين الشركات حيث تملك الشركات المكونة حديثاً خاصة تلك الغير مدرجة في البورصة والتي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة فرصاً لتمويل نموها من خلال اللجوء إلى الاندماج مع شركات مستعدة لتوفير مصادر التمويل والذي يعتبر خياراً جذاباً لهذا الغرض.

ثالثاً: مزايا ضريبية

تؤدي عمليات الاندماج بين الشركات إلى تحقيق مجموعة من المزايا الضريبية أهمها:

1- حق ترحيل الخسائر

يمكن للشركة التي تكون لديها خسائر ضريبية متراكمة أن تلجأ إلى الاندماج مع شركة أخرى فتحقق مكاسب إيجابية ولكي تستطيع الشركة المكتسبة أن تترث المزايا الضريبية المرغوبة فان ذلك يتطلب استمرارية المصلحة (Continuiting of Interest) ويتم تحقيق هذه الاستمرارية من خلال تحقيق شرطين هما:¹

« يجب أن يتم الاستحواذ لأغلبية الشركة المستهدفة مقابل الشركة الداخلة، وذلك يعني استمرار الاستثمار حيث يكون لحظة أسهم الشركة المستهدفة لمصلحة ملكية في الشركة الداخلة.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 53، 54.

◀ يجب أن يكون الاندماج غرض تجاري قانوني، ويتم تحقيق هذا الغرض عندما نستثمر عمليات الشركة المستهدفة ويرجع ذلك إلى استمرارية الشركة.

2- التخفيض الضريبي

إن الشركات المندمجة تستفيد من التخفيض الضريبي وذلك عندما تندمج شركة تحقق أرباح مع شركة أخرى تتكبد خسائر نظرا لانخفاض الأرباح الخاضعة لضريبة نتيجة موازنة ومقابلة خسائر وأرباح الشركتين معا.

والمثال التالي يوضح كيفية الاستفادة من التخفيض الضريبي في حالة إتمام صفقة الاندماج:¹

الشركة (ying) اشترت الشركة (yang)، قبل عملية الاندماج حققت كل شركة نتيجة إجمالية تقدر بـ 100 مليون أورو وخسائر تقدر بـ 27 مليون أورو مناصفة بين الشركتين.

معدل الضريبة على أرباح الشركات 33%.

الحالة الأولى: في حالة استقلالية الشركتين

النتيجة قبل الضريبة $100 * (1 - 0.33) = 67$ مليون أورو

النتيجة الصافية $67 * 0.5 - 27 * 0.5 = 20$ مليون أورو

مجموع النتيجة الصافية 40 مليون أورو

الحالة الثانية: في حالة الاندماج.

النتيجة قبل الضريبة $100 - 27 = 73$ مليون أورو.

فرص الضريبة $73 * 0.33 = 48.9$ مليون أورو.

النتيجة الصافية لشركة 48.90 مليون أورو.

الشركة قد حققت نتيجة صافية تقدر بـ 48.9 مليون أورو أي بفارق 8.90 مليون أورو عن الحالة الأولى.

¹, Christian de Boissieu, op.cit, p: 909.

3- الحماية الضريبية

تنتج هذه الحماية عن زيادة الرافعة المالية للشركة المستهدفة.

رابعاً: أهداف أخرى

هناك أهداف أخرى تسعى الشركات المندمجة إلى تحقيقها تتمثل في:

1- شراء الأصول بأقل من تكلفتها

قد نشترى شركة ما شركة أخرى وتندمج معها لأن تكلفة الأصول الخاصة بالشركة المستهدفة أقل من قيمتها الورقية ويرجع ذلك إلى عدة أسباب:

✓ ضعف المركز المالي لشركة المستهدفة؛

✓ ضعف الإدارة في تشغيل الشركة بكامل طاقتها؛

✓ عدم الاتفاق بين التقديرات الكمية السوقية العادلة للأصول المدفوعة بواسطة الشركة الداجمة والقيمة السوقية للأصول الشركة المندمجة؛

✓ الفرق ما بين القيمة السوقية للأصول وتكاليف استغلالها من الأسباب التي تسبب هذا الفرق وهو التضخم.

2- النمو والتوسع

يعتبر النمو هدفاً أساسياً تسعى إلى تحقيقه كل شركة ويكون ذلك من خلال طرق عديدة، فقد تلجأ الشركات إلى التوسع الداخلي (**Internal Organic Growth**) وذلك من خلال إضافة خطوط إنتاج جديدة أو تطوير منتج جديد أو إضافة عملاء جدد والتنويع الجغرافي لمناطق البيع والتنويع واتخاذ قرارات الموازنة الرأسمالية بإضافة أصول ثابتة جديدة، ويعتبر هذا التوسع ضروري لكنه يتصف بالبطء ونتائجه غير مؤكدة كما أنه يتطلب جهد ووقت طويل قد يمتد إلى عدة سنوات، فحين يسمح النمو الخارجي (**Extern Growth**). من خلال عمليات الاندماج بتحقيق هدف النمو وبشكل سريع من خلال الحصول على وحدات اقتصادية قائمة وناجحة وفي وقت قصير لكنه يتطلب تكاليف جد مرتفعة.

ولقد قامت شركة (Johnson and Johnson) بحوالي 68 عملية استحواذ لأجل تحقيق عملية النمو خلال الفترة (1995-2010) في مجال المنتجات الصحية.

والجدول التالي يبين أهم الشركات المستحوذة عليها خلال الفترة (1994-2009):

الجدول رقم(26): عملية النمو التي قامت به شركة (Johnson) في الفترة 1994-2009 (بليون

دولار)

الشركة المستحوذة عليها	التاريخ	قيمة الصفقة
Pfizer consumer Heath care	2006	16.6
Alza	2001	12.3
Centocor	1999	6.3
Depuy	1998	3.6
Scios	2003	2.4
Cordis	1996	1.8
Invenersmed- tech	2001	1.4
Mentor corporation	2008	1.1
Neutrogena	1994	0.9
Omrix Biophernaceuticals	2008	0.4
Closure	2005	0.4
Blopsy Medical	1997	0.3
Peninsula pharmaceutical	2005	0.3

Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, p: 126.

نلاحظ من خلال الجدول أهم عمليات الاستحواذ التي قامت بها الشركة، حيث تأتي في المرتبة الأولى الاستحواذ على شركة **Pfizer** سنة **2006** بقيمة **16.6** بليون دولار، ويقدر مجموع قيمة هذه الصفقات **97.8** بليون دولار، ولقد حققت الشركات مداخيل بـ **62** بليون دولار خلال سنة **2009**.¹

المطلب الثاني: أسباب تزايد عمليات الاندماج

من خلال النظر في تاريخ نشاط عمليات الاندماج بين الشركات يتبين ان حجم وقيمة هذه العمليات يتزايد بشكل سريع وملحوظ خاصة خلال العقدتين الأخيرين، ويعود ذلك لأسباب يفرضها هذا العصر. وسيتم التطرق لهذه الأسباب من خلال النقاط التالية:

أولاً: العولمة؛

ثانياً: الاستثمار الأجنبي؛

ثالثاً: عمليات الخصخصة؛

رابعاً: الأزمات المالية.

أولاً: العولمة

كلمة السر في عالم الاقتصاد والأعمال بل والثقافة اليوم هي العولمة هذه الكلمة التي تعطي صورة لعالم تتحرك فيه الشركات ورؤوس الأموال والمعلومات عبر الدول بلا حدود ساهمت في إزاحة العقبات التي وضعت لحماية الأسواق المحلية وخلقت مجالا للتنافس بين الشركات من خلال البحث عن فرص أوسع للاستثمارات التي تبحث عن عوائد أعلى وفرص لتنويع المخاطر، وانفتاح التجارة واتفاقيات تحرير الخدمات المالية والتقدم التكنولوجي.

لقد أدت العولمة إلى تزايد عمليات الاندماج وظهور الاندماجات العابرة للحدود (**Cross Broder Merger**) ففي سنة **1996** تمت **2000** عملية اندماج عابرة للحدود بلغت قيمتها حوالي **650** بليون دولار، لتصل في سنة **1999** إلى **1.637** دولار، كما ارتفعت حصة صفقات الاندماج عبر الحدود من إجمالي الصفقات

¹ Patric Ghauhan. opcit, p:127.

من 56% في سنة 1999 إلى 70% في سنة 2007، إن هذه الاندماجات شملت قطاعات عديدة منها قطاع الاتصالات والطاقة والأدوية والقطاع المالي الذي تحرر على نطاق واسع من خلال خلق بنوك كبيرة.

ثانيا: الاستثمار الأجنبي

لقد شجع وساعد الشركات على التوجه نحو القيان بعمليات الاندماج فعلى سبيل المثال بلغ حجم الدمج والتملك 248.6 بليون دولار ومثل هذا أكثر من 80% إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر، كما سجل رقما قياسات بزيادة تقدر 75% في سنة 1998 لتصل إلى 58608 بليون دولار، وفي سنة 2000 وصل حجم عمليات الاندماج 1.3 ترليون دولار، وذلك بسبب الارتفاع الخيالي في حجم الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي، مما فصح المجال أمام العديد من الشركات سواء على المستوى المحلي أو الدولي من تحقيق المزيد من حجم النشاط.

ثالثا: عمليات الخصخصة

لقد كان لانتشار الخصخصة دورا بارزا في تشريع عمليات الاندماج بين الشركات خاصة في الو.م.أ والدول الأوروبية، وانتقالها إلى باقي أنحاء العالم، في آسيا الشرقية وأمريكا الجنوبية والشرق الأوسط حيث كان لها الدور الكبير في خلق كيانات اقتصادية كبيرة في كافة القطاعات وغزوها للأسواق العالمية وتحويل الشركات المساهمة إلى شركات خاصة من خلال قيام مجموعة صغيرة من الأفراد الطبيعيين أو المعنويين أو حملة الأسهم تلك الشركات بالسيطرة على الشركة من خلال شراء كل أسهمها.

ولقد قامت الدول النامية وخاصة الدول العربية إلى تحويل الملكية العامة إلى ملكية خاصة وذلك لتحسين كفاءة النشاط الاقتصادي وتشجيع الاستثمار الأجنبي والمحلي وتهيئة الظروف التشريعية والتنظيمية لإيجاد شركات قادرة على المنافسة ومواجهة التحديات الاقتصادية حيث عمدت إلى إعادة هيكلة شركاتها وتجميع طاقاتها المشتتة في شكل شركات قابضة وتابعة بهدف تحقيق استقلالها المالي والإداري، وتحسين أداؤها ودعم وتقوية أسواق المال وطرح أسهم الشركات لتداول وبيع الشركات من خلال العروض العامة والتفاوض المباشر مع المستثمرين الراغبين في الشراء.

فعلى سبيل المثال تم في مصر، وذلك من خلال دمج بنك القاهرة في بنك مصر واستحوذ البنك الأهلي سوسته جنرال على بنك مصر الدولي في سنة 2005، وفي إندونيسيا قامت السلطات بدمج أربعة مصارف

حكومية في بنك منديري الجديد ليتم بيعه لاحقاً، وقامت بإجراء تعديلات قانونية تسمح بالملكية الأجنبية بالأكثرية.

رابعاً: الأزمات المالية

تتميز عمليات الاندماج بين الشركات بأنها تنشط في فترات الازدهار والركود على حد سواء، إلا أنها أقل حدة في فترة الركود، فخلال الأزمات المالية تلجأ الشركات إلى إعادة الهيكلة من خلال الاندماج، وتقوم بشراء شركات أخرى متعثرة مالياً وتعاني ببطء في النمو وذلك لأجل خلق وحدات قوية وقادرة على المنافسة والبحث عن فرص لزيادة الأرباح وتخفيض مخاطر نقص السيولة والإفلاس، وتعد الأزمة التي مست دول جنوب شرق آسيا خلال سنة 1997 من بين الأزمات التي أدت إلى تزايد حجم نشاط عمليات الاندماج، كما تلجأ الدول من خلال الاستحواذ عليها ومساهمة بنوك قادرة على الاندماج من خلال منحها السيولة لإتمام الصفقة وذلك لأجل تأمين سلامة الجهاز المصرفي وتفاذي حدوث هزات تؤثر سلباً على الثقة فيه والتخلص من التكاليف العالية لتصفية والإفلاس.

ومن الأمثلة أكثر وضوحاً قيام اليابان في التسعينيات بإجراء دمج المؤسسات المالية والبنوك في إطار إعادة هيكلة ورسملة (recapilization) هذه البنوك المتعثرة هذا بالإضافة إلى تنامي ظاهرة دمج واستحواذ البنوك في الو.م.أ في الثمانينات وخاصة بعد ظهور أزمات (thrifts).

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لعمليات الاندماج

هناك العديد من النظريات الاقتصادية حاولت إعطاء تفسيرات حول قيام الشركات بعمليات الاندماج فيما بينها وتحيدي الأساليب الكامنة لهذه العمليات.

وسيتم التطرق لهذه النظريات من خلال النقاط التالية:¹

أولاً: نظرية الكفاية؛

ثانياً: نظرية تعظيم القيمة؛

¹ فضل علي ناجي، "الدمج المصرفي واختيار نموذج ملائم لدمج البنوك اليمنية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة القاهرة، 2006، ص ص 10-09.

ثالثا: نظريات أخرى.

أولا: نظرية الكفاية

تشير هذه النظرية إلى أن عمليات الاندماج هامة جدا من ناحية كونها تحقق منافع اجتماعية وهي تشمل بصفة عامة تحسين أداء الإدارة أو تحقيق صفة التعاون من خلال صيغة $(5=2+2)$ ويمثل هذا الدافع الاقتصادي لتبرير الاندماج في التصور أن قيمة الشركة الواحدة بعد الاندماج تتجاوز قيمة إجمالي الشركتين بعد الاندماج مباشرة تزيد عن إجمالي قيمتها الحالية قبل الاندماج وتشمل هذه النظرية:

1- نظرية الكفاية التفاضلية

وهي أكثر نظرية عامة لتفسير الاندماج يمكن استخدامها وهي تعني إذا كانت إدارة الشركة (A) أكثر كفاية من إدارة الشركة (B) وإذا قامت الشركة (A) بالاستحواذ على الشركة (B) ثم قامت بتوصيل مستوى كفاية الشركة (B) إلى مستوى كفاية الشركة (A) فإن الكفاية ترتفع من خلال الاندماج ويتحقق هذا الأمر مكسبا اجتماعيا ومكسبا شخصيا في الوقت نفسه، وسوف يرتفع مستوى الكفاية في الاقتصاد من خلال القيام بمثل هذه العمليات من الاندماج.

ومن الصعوبات الموجودة في نظرية الكفاية هي انه إذا تم تنفيذها حرفيا فلن يكون هناك سوى شركة واحدة فقط في الاقتصاد بل ربما في العلم والتي تكون أعظم شركة ذات كفاية إدارية، ومن الواضح أن مشكلات التنسيق في الشركة أو في حدود طاقة الإدارة يمكن أن تنشأ قبل الوصول إلى هذه النتيجة.

وتشير النظرية إلى أن هناك شركات ذات مستوى كفاية أقل من المتوسط أو أنها لا تعمل بصورة وتشير كذلك إلى أن الشركات العاملة في نفس الأنشطة من المحتمل أنها هي التي تقوم بالاستحواذ لذلك يجب أن يتوافر لديهم خلفية لتحديد الأداء الأقل من المعدل المناسب ويكون لدى الشركة التي ترغب في الاستحواذ الأقل من المعدل المناسب ويكون لدى الشركة التي ترغب في الاستحواذ الخبرة الإدارية التي تمكنها من تحقيق الأداء الشركة المكتسبة.

إن هذه الخطط يمكن ثبوتها من الناحية العملية إلا أن الشركات الداجمة ربما تكون متفائلة للغاية في أحكامها مما بشأن تأثيرها على أداء الشركات المستحوذ عليها وبالتالي ربما يدفعون الكثير مقابل الشركة المكتسبة أو يشغلون في تحسين أدائها بالدرجة التي تعكس القيمة المدفوعة فيها.

ويمكن أن نطلق على هذه الكفاية التفاضلية بأنها افتراض التعاون الإداري فذا كانت هناك شركة تمتلك فريق إداري كفء تفوق قدرته المطالب الإدارية الحالية فإنها ربما تكون قادرة على الاستفادة من الموارد الإدارية الزائدة عن طريق الاستحواذ على شركة بها إدارة ذات كفاية ضعيفة أو لديها نقص في الكفاءات الإدارية.

2- الإدارة غير الكفؤة

يمكن أن تكون نظرية الإدارة غير الكفؤة أساسا للاندماج بين الشركات ذات الأعمال الغير مرتبطة ببعضها البعض وهناك بعض الملاحظات على هذه النظرية تتمثل في:¹

- تفترض هذه النظرية أن ملاك الشركة المكتسبة (حملة أسهمها) غير قادرين على استبدال مديري الشركة ولهذا فمن الضروري تنفيذ عمليات الاندماج تحل محل الإدارة غير الكفؤة.
- لقد تنبأت النظرية بأن مديري الشركة الداجمة سوف يستبدلون الإدارة في الشركة المستهدفة بعد الاندماج لا أن الأمر لم يكن كذلك على الأقل بالنسبة للاندماج المتنوع.

ثانيا: نظرية تعظيم القيمة

ترى هذه النظرية أن الاندماج سببه الأساسي تعظيم قيمة الشركة وهي تقوم على الاقتصاديات السلمية والتكاملية.

إن الاقتصاديات السلمية تعني تخفيض التكاليف المتوسطة للإنتاج وذلك مع التزايد في الحجم لأن تزايد حجم المنشآت من شأنه اهتلاك التكاليف الثابتة المرتفعة على حجم كبير من الإنتاج كما تعني ذلك توزيع التكاليف الثابتة على رقم أعمال كبير فاستعمال أمثل للقدرات الإنتاجية وبكفاءة عالية في التوزيع ويمكن أن نميز بين الاقتصاديات السلمية الساكنة والديناميكية.

أما الاقتصاديات التكاملية فهي التي تسعى إلى الوصول إلى تكاليف إنتاج لكميات معينة من المنتجات والخدمات في منشأة واحدة اقل من مجموع التكاليف الأزمة لإنتاج نفس الكميات في شركتين مستقلتين أو أكثر وذلك من خلال الاستغلال الأفضل لعوامل الإنتاج.

وتنقسم نظرية تعظيم القيمة إلى ثلاثة أقسام:

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 43-44.

1- نظرية الكفاءة

يتم التخطيط بإحداث حالة من الذوبان بين الشركات المندجة لتوليد أرباحا أكبر مما لو حققت كل شركة منفصلة وهناك ثلاثة أنماط:

✓ **الذوبان المالي:** وبموجبه تتمكن الشركات المندجة من الحصول على رأس مال جديد بتكلفة أقل نتيجة الزيادة في حجمها.

✓ **ذوبان العمليات:** ويتم ذلك من خلال ترابط العمليات ونقل الشركات وإدماج الخبرات مثل توحيد جهود الإعلان والتوزيع وتقديم الخدمات وتكاملها أو تبادل نتائج البحوث والتطوير.

✓ **الذوبان الإداري:** ويتحقق إذا كان مدير الشركات المندجة يقومون بتطبيق نظم وأساليب إدارية أفضل من الشركات الأخرى المستهدفة للاندماج وتحقق تلك الأساليب والنظم الإدارية زيادة مستويات الفاعلية بعد الاندماج.

2- نظرية الاحتكار

تفترض هذه النظرية أن أرباحا طائلة يمكن أن تحقق بالسيطرة على السوق، فالشركات المندجة تستطيع التحكم في السعر ومستوى جودة الخدمات بما يساعد على زيادة الإيرادات وتخفيض التكاليف بشكل كبير واستغلال الغرض المتاحة، بل والتواطؤ أحيانا مع الشركات الأخرى المنافسة لتوزيع الفرص وتكليفها وفقا لمصالحها.

ثالثا: نظريات أخرى

بالإضافة إلى النظريات السابقة هناك نظريات أخرى أعطت تغيرات مختلفة عن عمليات الاندماج وتمثل

في:

1- مشكلات الوكالة والمذهب الإداري

تنشأ مشكلات الوكالة حينما لا يمتلك المديرون سوى جزء بسيط من أسهم ملكية الشركة فقد تسبب هذه الملكية الجزئية في أن يعمل المديرون بحماس أقل عما إذا كان الأمر عكس ذلك أو لاستهلاك المزيد من العلاوات والحوافز ويمكن السيطرة جيدا على مشكلات الوكالة من خلال بعض الآليات المنتظمة والسوقية وذلك

يربط التعويض بالإنتاجية أي ربط حوافز الإدارة بالأداء وكذلك يمكن تخفيض مشكلات الوكالة من خلال المديرين الذين يسعون إلى تحسين سمعتهم في السوق الأمر الذي يؤدي إلى تحسين أجورهم وفقا لسمعة الأداء وكذلك المراقبة الخارجية التي يفرضها سوق الأسهم لان أسعار الأسهم تلخص تأثيرات القرارات التي اتخذتها الإدارة وحينها لا تكون هذه الآليات كافية للسيطرة على مشكلات الوكالة فان سوق عمليات الاندماج سوف يقدم طريقة خارجية للسيطرة هي الملاذ الأخير.

2- نظرية المعلومات والإشارات

لقد أشارت بعض الأبحاث إلى أن أسهم الشركة المستهدفة في عروض الاندماجات تتجه نحو إعادة التقييم الأعلى حتى إذا فشل العرض المقدم، ومن الاقتراحات التي تركز هذه الملحوظة العملية هو أن المعلومات الجديدة تتولد نتيجة لعرض الاندماج فتستمر عملية إعادة التقييم ويمكن التمييز بين شكلين من أشكال افتراضات المعلومات:¹

- عرض الاندماج يقدم معلومات تشير إلى أن أسهم الشركة المستهدفة قد أسيء تقديرها وان العرض يستعجل السوق لإعادة تقييم هذه الشركة.
- عرض الاندماج يثير الشركة المستهدفة لتنفيذ عملية أعمال خاصة بها وهو ما يطلق عليه (Kich in the pants).

3- القوة السوقية

إن الاندماج سوف يزيد من نصيب الشركة في السوق ليس من الواضح إلى أن هذه الزيادة في نصيب السوق سوف تحقق اقتصاديات الحجم أو التعاون، لكن زيادة نصيب الشركة في السوق يعني زيادة حجم الشركة بالنسبة لشركات الأخرى في الصناعة، ولكن لم يتضح السبب في أن زيادة الحجم النسبي لشركة سوف يمددها باقتصاديات الحجم أو أي مكاسب إنتاجية أخرى.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 49.

4-نظرية الإزعاج والقلق

تقوم هذه النظرية على أن الاندماج يحدث عندما يوجد تباين في التقييم بين كل من البائع والمشتري في فترات الأزمات الاقتصادية، بالإضافة إلى التباين في تقسيم المخاطر الناتجة عن تلك التقلبات الاقتصادية.

المبحث الرابع: آليات إتمام عمليات الاندماج

إن الاندماج بين الشركات تتطلب طرق تسديد عديدة لإتمام الصفقة، ويمرّ بعدة مراحل، كما أن هناك عدة مناهج للاندماج، وسيتم تناول هذا المبحث ضمن المطالب التالية:

– طرق التسديد المناسبة لإتمام عمليات الاندماج؛

– مراحل إتمام عمليات الاندماج؛

– مناهج الاندماج.

المطلب الأول: طرق التسديد المناسبة لإتمام عملية الاندماج

تعتبر طرق تسديد أو تمويل صفقات الاندماج ذات أهمية كبرى لأجل إتمام الصفقة بنجاح كامل، ويمكن الاختيار بين عدة طرق أساسية

وسيتم التطرق لمختلف هذه الطرق من خلال النقاط التالية:

أولاً: طريقة التسديد نقداً؛

ثانياً: طريقة التسديد بمبادلة الأسهم؛

ثالثاً: التسديد المختلط؛

رابعاً: تقنية (LBO)؛

خامساً: استراتيجيات الدفاع ضد العروض العدائية.

أولاً: طريقة التسديد نقداً

تعرف هذه الطريقة كذلك بطريقة الشراء النقدي أو العروض النقدية حيث يتم من خلالها تسديد قيمة الصفقة نقداً لملاك الشركة المستهدفة ويتحول بذلك صافي أصول هذه الأخيرة إلى الشركة المشتركة كما يتم شراء أسهم الشركة المستهدفة أو رأس مالها الإجمالي بشكل مباشر حيث يتم تحويل ملكية أسهم من ملاك هذه الشركة إلى مساهمي الشركة المشترية إذا كانت هذه الشركة غير مدرجة في البورصة.

أما إذا كانت الشركة مدرجة في البورصة فيتم الشراء من خلال عمليتين¹:

1- عملية التجميع (Ranassa en bourse): حيث يتم شراء الأسهم بكميات صغيرة مباشرة من

السوق المالي وتتميز هذه العملية بالسرية

2- العروض العامة لشراء (OPA): والتي تتمثل في الإعلان العلني لشركة ما لمساهمي الشركة الأخرى أنها

مستعدة وتحت رقابة سلطات البورصة شراء أسهمها وبسعر أعلى من القيمة السوقية، وذلك عن طريق

تكليف احد البنوك أو المؤسسات المالية بالاتصال المباشر لمساهمي الشركة المستهدفة وذلك من خلال

فترة محددة وذلك بموافقة إدارة الشركة المستهدفة اندماج أو عرض ودي أو بعدم رضاها اندماج أو عرض

عدائي.

ويتم توقيف التعامل بالأسهم التي صدر بشأنها العام لشراء لمدة معينة عادة ما يتم تحديدها إلى غاية إتمام

الصفقة، وبعدها تجمع الأسهم التي قدمها أصحابها للمستثمر أو المحرض على عملية الشراء، وبعد إتمام العرض

تنشر نتائجه في القائمة الرسمية للبورصة وإعلام الجمهور والمساهمين والمستثمرين، وقد يتنافس العديد من المستثمرين

على عرض شراء نفس الشركة في نفس الفترة وتعرف بالعروض المنافسة.

ثانيا: طريقة التسديد بمبادلة الأسهم

يتم مبادلة الأسهم عن طريق استبدال الأسهم القديمة للمساهمين في الشركة المستهدفة بأسهم جديدة في

الشركة المغيرة وهو ما يعني تحويل المساهمين من الشركة المستهدفة إلى الشركة الجديدة حيث يحصل كل مساهم على

عدد من الأسهم تتناسب مع معدل التبادل المعلن أو المتفق عنه وتوافق هذه الطريقة عمليات الاندماج عن طريق

الامتصاص والاتحاد، هذا وقد تكون عملية التبادل تشمل أوراق أخرى كالأسهم الممتازة أو السندات أو السندات

القابلة لتحويل إلى أسهم أو الأسهم الممتازة القابلة لتحويل إلى أسهم عادية.

إن العرض العام لتبادل (OPE) يتضمن قيام مساهمي إحدى الشركات بتقديم عرض لمساهمي شركة

أخرى لتبادل الأسهم التي بحوزتهم مقابل إسم شركتهم بدلا من النقود، على أن يكون السعر المفتوح جذابا يفوق

السعر السائد في البورصة وذلك بتحديد معدل التبادل بينهما، أي تحديد عدد الأسهم التي يقدمونها مقابل كل

¹ Christian de Boissieu, op,cit, p : 912,913.

إسم يحصلون عليه ويكون ذلك بعد ضبط القيمة السوقية لشركتين وتحديد الفارق بينهما ويكون هذا المعدل موضوع تعاوني بين الشركتين المغيرة أو الداجحة في الشركة المستهدفة في السوق.

ثالثا: طريق التسديد المختلط

تمثل طريقة التسديد المختلط مزيجا بين الطريقتين السابقتين، حيث يتم تسديد جزء من قيمة الصفقة نقدا والجزء الآخر من خلال مبادلة الأسهم، ويلجأ إلى هذه الطريقة عندما لا يتوفر لدى المستثمر النقد الكافي لتسديد قيمة الصفقة ولا يرغب في الاقتراض أو الإصدار الجديد، وتظهر أهمية هذه الطريقة في حالات الاندماج أو السيطرة أي يتم شراء عدد من أسهم الشركة المندججة نقدا من المساهمين على مستوى الأسواق المالية والجزء الآخر عن طريق مبادلة الأسهم مساهمي الشركة المستهدفة أو المندججة باسم الشركة الراغبة في السيطرة أو الداجحة. ومثال ذلك.

الجدول رقم (27): توزيع عمليات الاندماج بين الشركات تبعا لطريقة سداد الصفقة في الولايات المتحدة

الأمريكية خلال الفترة 1973-1998

البيان	1979-1973	1989-1980	1998-1990
التسديد نقدا	38%	45%	27%
التسديد بمبادلة الأسهم	37%	33%	58%
التسديد المختلط	25%	22%	15%

Source: Olivier Meier et Guillaume Schier, Fusion Acquisition, Stratégie finance Management, Dunod, Paris, 2003, P: 44.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن طريقة مبادلة الأسهم حظت بأكبر نسبة خلال الفترة الأخيرة (1998-1990).

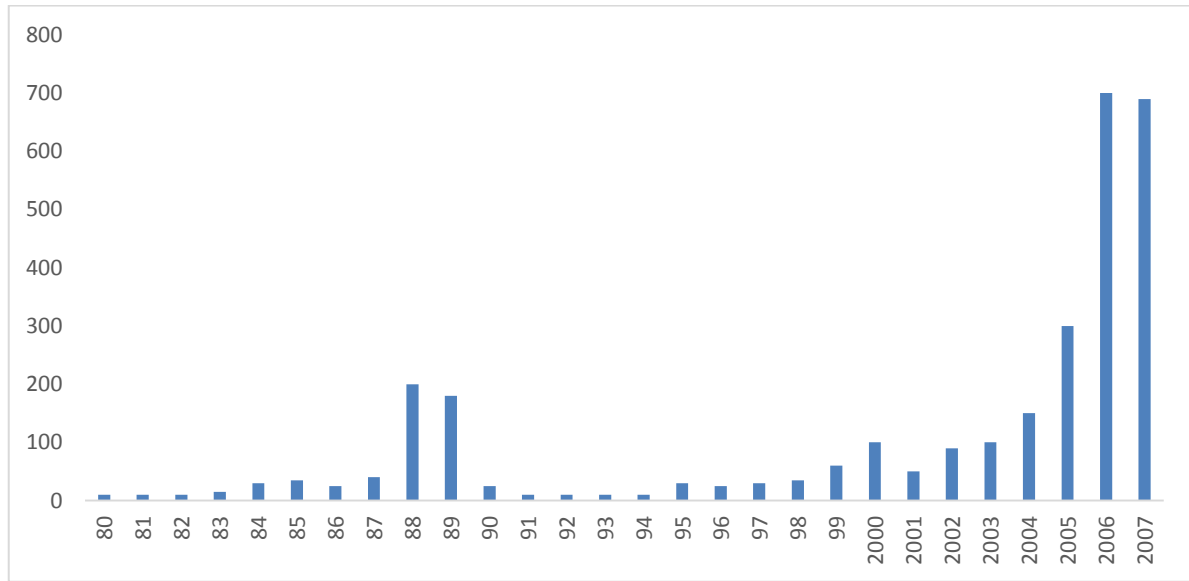
رابعا: تقنية التمويل (LBO)

إن تقنية التمويل (LBO) هي اختصار للكلمة الإنجليزية (Leverage Buyout) والتي معناها باللغة الفرنسية (Acquisition par Effet de levier) بمعنى الاستحواذ أو الشراء بالاستدانة وهي تقنية مالية كثيرة الاستعمال في ميدان شراء الشركات ونقل ملكيتها وكما المشاركة في نمط تسييرها، كما تعرف على أنها

الاستحواذ على شركة مستهدفة من خلال شركة قابضة التي تستعمل القروض من أجل تمويل عملية الاستحواذ بعد ذلك يتم تسديد الدين من التدفقات النقدية لشركة المشتراة، كما تعرفها الجمعية الفرنسية للمستثمرين في رأس المال (AFIC) على أنها "الاستحواذ على شركة والممولة جزئيا من خلال الاقتراض ضمن إطار قانوني وضريبي مثالي والتي ترتبط بشراكة مع مستثمرين متخصصين ومحترفين"¹.

شهدت هذه الظاهرة نموا ملحوظا في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970 وخلال العقدتين الآخرين من القرن العشرين وازدهرت في العقد الأول من القرن العشرين، وتعتبر شركة (Ford Motor) أول شركة تستخدم هذه التقنية سنة 1919 ثم شركة Kohlberg Kravindand Robots سنة 1976².
والشكل التالي يبين قيمة LBO خلال الفترة (1980-2007).

الشكل رقم (42): قيمة LBO خلال الفترة (1980-2007)



Source: Patrick A Gaughan, Merger acquisition and corporate restructurings, John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edition, 2009, p: 296.

¹ عباس صابر، شناعة جوهرة، استقرار الصناعة المالية في إطار الاستحواذ بالاقتراض والمساهمات الخاصة - رؤية مستقبلية - دراسة التجربة الفرنسية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي بعنوان "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، 5-6 ماي 2014. ص: 3-4.

² Patrick ghouhan, op. cit, p: 293, 295.

نلاحظ من خلال هذا الشكل تطور تقنية (LBO) حيث بدأت في الارتفاع خلال بداية الثمانينات لتصل في سنة 1998 إلى حوالي 2000 مليون دولار ثم عرفت تراجعاً خلال فترة التسعينات، لتزدهر في العقد الأول من القرن الواحد والعشرين لتصل خلال سنة 2006 إلى أوج نشاطها بقيمة تقدر بحوالي 800000 مليون دولار ويعود ذلك إلى نمو أسواق الأسهم وأسواق الإسكان.

كما أن هذه التقنية المالية تفيد الشركة التي تقوم بالاستحواذ على الشركة المستهدفة بتحقيق الآثار التالية:¹

- **أثر رافعة مالية:** وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية للشركة المستهدفة تفوق معدل الفوائد للقرض.
- **أثر رفع جبائي:** وذلك من خلال الاستفادة من الامتيازات الجبائية وتحقيق الوفورات الضريبية (نظام الدمج الجبائي) وخصم فوائد القروض إذا كانت عالية في الشركة المستهدفة.
- **أثر رفع قانوني:** وذلك بحصول (الاستحواذ) على النسبة التي تجعل الشركة تتخذ القرارات في مجلس إدارة الشركة المستهدفة (لا تقل النسبة عن 50% من حقوق التصويت).

وهناك عدة طرق مختلفة لشراء بتقنية LBO تتمثل في:

- **الشراء بالاستدانة:** هو شراء الشركة المستهدفة بواسطة الأموال الخاصة.
- **الشراء بالإدارة الداخلية:** المشتري يمول طريق التسيير داخل الشركة وكأنه يستحوذ على الشركة بالتسيير.
- **الشراء بالإدارة الخارجية:** المشتري يأتي بفريق تسيير من خارج الشركة وتستعمل بكثرة خلال الاستحواذ على الشركات الصغيرة والمتوسطة بحيث تمول عملية الشراء بواسطة قرض بنكي أو أموال خاصة لمجموعة من المستثمرين.
- **الاستحواذ بالاستدانة عن طريق الاندماج:** عن طريق التكامل والاندماج أي محاولة إدماج الشركة مع شركة أخرى بهدف الحصول على اندماج قوي من أجل تحقيق أرباح معتبرة.

¹ عباس صابر، شناقة جوهرة، ص: 5.

• الاستحواذ بالإدارة الداخلية والخارجية.

• شراء مدير الشركة نفسه: حيث تكون الشركة القابضة التي تشتري الشركة المستهدفة من جزء رأس المال

في ملكية مدير الشركة المستهدفة والجزء الآخر في ملكية مستثمرين حيث تقوم الشركة القابضة بتسديد دين المدير كما يقوم المدير بدفع التدفقات النقدية للشركة القابضة.

والجدول التالي يبين إيجابيات وسلبيات تمويل عمليات للاستحواذ بالاقتراض.

جدول رقم (28): إيجابيات وسلبيات تمويل عمليات الاستحواذ بالاقتراض

الإيجابيات	السلبيات
1- تأمين جزء مهم من قيمة الأوراق المالية بالنسبة للمساهمين من أجل التملك، وحين تبقى المشاركة في التسيير.	1- تحمل مخاطر الدين الذي تستعمله الشركة القابضة Newcom من أجل الاستحواذ.
2- القدرة على توحيد فريق العمل والمسيرين ذات الكفاءة العالية.	2- الرقابة من أطراف أخرى مثل الشركات المالية، البنوك... الخ يجعلها تكون مسؤولة أمامها بانتظام (اتفاقية التمويل).
3- تعتبر فرصة لشركاء من أجل إعطاء ممارسة جيدة من الرقابة التسييرية.	3- القيود الإدارية المرتبطة بضرورة إعطاء الأولوية لخدمة الدين في الشركة القابضة مما يجعلها في خطر يهدد مستقبلها.
4- سهولة الحصول على الأموال للقيام بعمليات الاستحواذ.	4- يمكن أن ننظر إليه أنه عملية حضارية في حال البيع السريع لتحقيق مكاسب رأسمالية كبيرة.
5- الاستفادة من الوفورات الضريبية بالإضافة إلى الرفع المالي والقانون الجبائي.	5- يعتبر استثمار ثقيل في البداية من ناحية الوقت.

المصدر: عباس صابر، شناق جوهرة، استقرار الصناعة المالية في إطار الاستحواذ بالاقتراض والمساهمات الخاصة - رؤية مستقبلية

- دراسة التجربة الفرنسية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي بعنوان "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية

التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، 5٠6 ماي 2014. ص: 5.

خامسا: عمليات الدفاع ضد العروض العدائية

1-مطاردات سمك القرش

أطلق اسم تنفيذ القرش (**Shakrepellnt**) الذي يتميز بضخامة حجمه على كبار المستثمرين الذين يخططون لسيطرة على شركة ما وإبعاد القائمين على إدارتها ومن بين تلك الأدوات:

- تعديل القانون الأساسي لشركة وذلك من خلال مجموعة من البنود تتمثل أهمها في:

✓ شرط موافقة أغلبية حملة الأسهم على عرض الاندماج حيث تكفي موافقة ثلثي حملة الأسهم، غير أن التعديل قد يتطلب ضرورة موافقة نسبية كبيرة قد تصل إلى 80% مما يضع العقبات أمام إمكانية استبعاد أعضاء الإدارة.

✓ شرط السعر العادل (**Fait mergerprice provision**) وذلك بالنسبة للأسهم التي تباع في المرحلة بالقيمة السوقية السائدة وقت البيع، والتي يتوقع أن تكون مرتفعة بعد إتمام مرحلة الأولى استنادا لنظرية المحتوى المعلوماتي التي تقضي بأن سعي شركة ما لسيطرة على شركة أخرى هو مؤشر لمستقبل مزدهر لأداء الشركة المستهدفة بعد إعادة هيكلتها.

✓ المظلة الذهبية (**Golden parachute**) أو شرط التعويض المادي أي حصول أعضاء الإدارة على تعويض مادي سخي إذا ما تركوا وظائفهم كنتيجة مباشرة لسيطرة شركة أخرى على الشركة التي يديرونها وذلك لأجل ضمان مصالحها ومصالح حملة الأسهم أي أنها قد تمثل أداة تحد من رغبة الإدارة في استخدام أدوات دفاعية، إلا أنه ينظر إليه على أنه وسيلة لتعظيم ثروة الإدارة على حساب الملاك، وهذا ما جعله عرضة لتدخل القانون، فالقانون الأمريكي مثلا فرض قيودا على استخدام عملية المظلة الذهبية حماية لحقوق حملة الأسهم.

✓ استراتيجية دفاع الإقفال (**Lockup Defence**) حيث تقوم الشركة المستهدفة ببيع واحد من أكثر أصول الشركة جاذبية لشركة الراغبة في السيطرة وذلك لمنع السيطرة عليها ويطلق على هذه الاستراتيجية بالدرة الثمينة (**Grown Jewel**) أو استراتيجية الأرض المحروقة (**Scotched Earth**).

✓ اللجوء إلى القضاء من (**Litigation**) بدعوى أن محاولة السيطرة ستؤدي في النهاية إلى الإحتكار وهو ما يمثل مخالفة قانون الحماية ضد الإحتكار.

✓ استراتيجية إبتزاز المشروع (**Greenmail**) تبدأ عندما ينجح مستثمر أو مجموعة من المستثمرين في شراء أسهم الشركة المستهدفة بكميات تخشى الإدارة أن تكون نقطة بداية يتبعها الإعلان عن رغبة في شراء تلك الأسهم بهدف السيطرة، مما يجعل الإدارة تلجأ إلى الإتصال بهؤلاء المستثمرين وتعرض عليهم شراء الأسهم التي يمتلكونها بسعر أعلى.

ومن الأمثلة على ذلك قيام شركة (**Disney**) بإعادة شراء حصة من أسهمها كانت قد اشترتها مجموعة (**Idual Stendberg Group**) وقد حققت الأخيرة أرباحا بلغت 60 مليون دولار، هذا ما دفع بحملة أسهم شركة (**Disney**) إلى القضاء واسترجاع جزء كبير من هذه الأرباح بلغت 45 مليون دولار إلا أن شراء الأسهم قد تم تمويله من أموال الشركة، وقد تلجأ الشركة إلى إبرام إتفاق بينها وبين المستثمرين تلزمهم بحد أقصى لما يمكن أن تمتلكه من أسهم الشركة المستهدفة، وقد تلزمهم بعدم السيطرة خلال فترة معينة في المستقبل ويطلق على هذه الإتفاقية باتفاقية التجميد (**Stand Still Agreement**).

✓ إعادة الهيكلة بالإفتراس التي ظهرت 1955، حيث تقوم الإدارة بالحصول على قرض كبير تستخدمه في إجراء توزيعات، حيث ما يحصل عليه حملة الأسهم الخارجيين يكون في صورة نقدية بينما يحصل حملة الأسهم الداخليين على نصيبهم في التوزيعات في صورة أسهم إضافية فتصبح الشركة مثقلة بالديون وتزيد حصة المساهمين الداخليين ونسبة أصواتهم في الجمعية العمومية ومن ثم قد يسهل عليهم التصدي لعملية السيطرة.

✓ استراتيجية بيع حصة من أسهم الشركة ضمن خطة لمشاركة العاملين في ملكية الشركة.

✓ استراتيجية انتخاب أعضاء مجلس الإدارة على مراحل وتقصد بذلك إمكان تعديل قانون الشركة ليسمح بتقسيم أعضاء المجلس في ثلاث مجموعات بحيث يتم إعادة انتخاب مجموعة واحدة كل سنة، وهذا يعني أنه من الصعب نجاح حرب التصويت من مرة واحدة.

✓ استراتيجية إعادة الهيكلة المزدوجة وهو ما يعني إصدار فئة أخرى من الأسهم يكون فيها السهم الواحد أكثر من صوت مع عدم جواز بيع تلك الأسهم لطرف آخر غير الشركة نفسها.

✓ استراتيجية إعادة شراء الأسهم من فئات معينة فعندما يتأكد لإدارة الشركة المستهدفة رغبة كبار المساهمين في السيطرة عليها تقوم الإدارة بالإعلان عن رغبتها في شراء حصة من أسهمها مستثنية في ذلك الأسهم التي يمتلكها هؤلاء المستثمرين يتم ذلك بسعر يزيد عن سعر السوق.

2- استراتيجية أقراص الدواء المسمومة

هي أداة تستهدف اتخاذ إجراءات من شأنها أن تجعل الشركة غير جذابة لعملية السيطرة ومن أهم هذه الإجراءات نذكر ما يلي:

✓ إعطاء مزايا للمستثمرين في الشركة المستهدفة، مثل إعطاء الحق للمساهمين لشراء حصة إضافية من أسهم الشركة بسعر يقل كثيرا عن القيمة السوقية لها ويترتب على ذلك زيادة عدد الأسهم وتقل معه نسبة أسهم رأس المال المملوك للمستثمر الراغب في السيطرة، هذا الذي لا يحق له شراء حصة من الأسهم الإضافية بالسعر المعروض، وهذا يعني انتقال الثروة من المستثمر الراغب في السيطرة إلى باقي المستثمرين.

✓ جعل ديون الشركة مستحقة السداد في حالة حدوث أية سيطرة مما يجعل الظروف المالية للشركة في وضع حرج ينفر منه المستثمر الراغب في السيطرة.

3- الفارس الأبيض

يقصد بالفارس الأبيض (White knight) قيام إدارة الشركة التي تتعرض لمحاولة السيطرة العدوانية بالبحث في شركة أخرى هي الفارس المنشود ترم معها إتفاقا بمقتضاه تتم سيطرة سلمية تحقق قدرا من الحماية لإدارة الشركة المستهدفة.

4- دفاع ماك مان

تقوم الشركة المستهدفة بشراء حصة من أسهم الشركة الراغبة في السيطرة لتصبح الشركة الراغبة في السيطرة مستهدفة هي الأخرى للسيطرة ويمثل أكبر عرض عدائي بين شركة (Tobalfina) وشركة (ELF).

5- القيود الذهبية (Golden hand Cuffs)

هي تلك التي تعطي لأعضاء الإدارة حوافز ضخمة إذا ما بقوا في الشركة لعدد من السنوات، مما يحصل مسألة الرحيل قبل تاريخ استحقاق هذه الحوافز تكلفا، كما يرفع تكلفة أي محاولة لسيطرة عدوانية، حيث تمثل خط دفاع ضد محاولات السيطرة العدوانية. كما تمثل في نفس الوقت أداة تجعل رغبة أعضاء الإدارة في ترك الشركة للعمل في شركة أخرى مسألة مكلفة.

6- السهم الشبح (Phantom Stock)

ويعرف بحقوق أسهم العرفان حيث تحصل الإدارة على مبالغ نقدية في نهاية السنة مقابل أسهم وهمية، وهي بديل لإعطاء الإدارة حصة من أسهم رأس المال الشركة، التي يمكن أن تزيد من عدد الأسهم لتؤثر على مركز الملاك في الجمعية العمومية.

7- الدفاع عن طريق التهديد

تم عملية الدفاع عن طريق التهديد من خلال توجيه تهديد لشركة التي ترغب في السيطرة العدوانية.

المطلب الثاني: مراحل إتمام عمليات الاندماج

إن الاندماج بين شركة وأخرى لا يتم إلا عن طريق مرور هذه العمليات بمراحل عديدة، تكون متكاملة ومتسلسلة، وذلك نظرا لأهمية وقيمة عملية الاندماج، وتحقيق الأهداف والمزايا المرجوة وتقليل الأخطاء والوصول إلى نتائج إيجابية ترضي كل الأطراف، ويمكن التمييز بين مجموعتين من المراحل، وسيتم التطرق إلى هذا المطلب من خلال النقاط التالية :

أولاً: المراحل التحضيرية؛

ثانياً: المراحل التنفيذية.

أولاً : المراحل التحضيرية

تعتبر المراحل التحضيرية تلك الخطوات الأولى التي تقوم بها الشركة قبل البدء في الاتصال بالشركة المستهدفة أو الشركة التي تمثل الطرف الثاني في العملية ويمكن أن نميز فيه بين المراحل التالية:

1- مرحلة التخطيط

وتعتبر مرحلة التخطيط (Planning) الخطوة الأولى لعملية الاندماج، ويتم فيها وضع خطة عملية لاحتياجات الشركة وسياساتها التي تعتمد عليها في الاندماج والمدة التي سيتم فيها إنهاء العملية، والأهداف الأساسية المراد تحقيقها من وراء هذه العملية، وقد تستعين إدارة الشركة في تحقيق متطلبات هذه المرحلة بخبراء ومستشارين مختصين من داخل وخارج الشركة؛

2- مرحلة جمع المعلومات

بعد الانتهاء من مرحلة التخطيط يتم البدء في جمع أكبر عدد من المعلومات عن تلك الشركات المستهدفة، خاصة فيما يخص البيانات المالية، المنتجات والخدمات المقدمة والهيكل التنظيمي والإدارة العليا، وعدد الموظفين، وقاعدة العملاء وقطاعاتهم والمنافسين الحاليين والمحتملين، وذلك من مختلف المصادر التي تمكن من تكوين صورة متوازنة وواضحة عن الشركة المستهدفة، ومن المصادر الأكثر استخداما في جمع المعلومات هي :

✓ البيانات المنشورة على مستوى الدوريات القطاعية والصناعية والتي تعدها وتصدرها مؤسسات ومنظمات متخصصة؛

✓ قواعد البيانات الالكترونية التي تتيح معلومات تغطي مختلف الجوانب عن أعداد كبيرة من الشركات المنتمية لكافة القطاعات ؛

✓ تقارير تحليل الأسهم في السوق المالي لشركات المدرجة فيه ؛

✓ البحوث والدراسات الأكاديمية والميدانية المنشورة ذات الصلة ؛

✓ القوائم المالية المنشورة من سجلات الشركات، أو من قبل المؤسسات المتخصصة في الدراسات عن الشركات؛

✓ المتعاملين مع تل الشركات من عملاء وموردين وبنوك؛

✓ النشرات والمجلات والصحف المتخصصة.

3- مرحلة التحليل والانتقاء

بعد تجميع المعلومات عن الشركات المستهدفة لتحقيق عملية الاندماج معها، تأتي مرحلة تحليل تلك البيانات والمعلومات وذلك من أجل اختيار الشركة وعدد من الشركات التي توافق مع العملية المسطرة وتحقيق أعلى منفعة ممكنة وتتم هذه المرحلة عموماً على خطوتين هما:

✓ إقصاء الشركات التي لا تستطيع الوفاء بالمتطلبات العملية لشركة.

✓ التحليل المالي المدقق لشركات الأخرى المتبقية وترتيبها ترتيباً تنازلياً حسب قدرتها في تحقيق الأهداف والمتطلبات العملية مع مراعاة المعايير التالية:

❖ **الحجم:** وذلك بالنظر على مدى توافق حجم الشركة المستهدفة برغبة الشركة الراغبة في الاندماج؛

❖ **المنطقة الجغرافية:** ويتوقف ذلك على أهداف الشركة من وراء الاندماج الراغبة فيها، أي تواجدها في مناطق وأقاليم مناسبة؛

❖ **اتساع السوق :** قد تركز الشركة الراغبة في الاندماج كطلك على حجم واتساع السوق الذي تعمل فيه الشركة الراغبة للاندماج معها، فقد تكون الأسواق ضيقة وتقل عما هو مطلوب، وقد تكون بعض الشركات تبيع في أسواق تفوق السعة المطلوبة؛

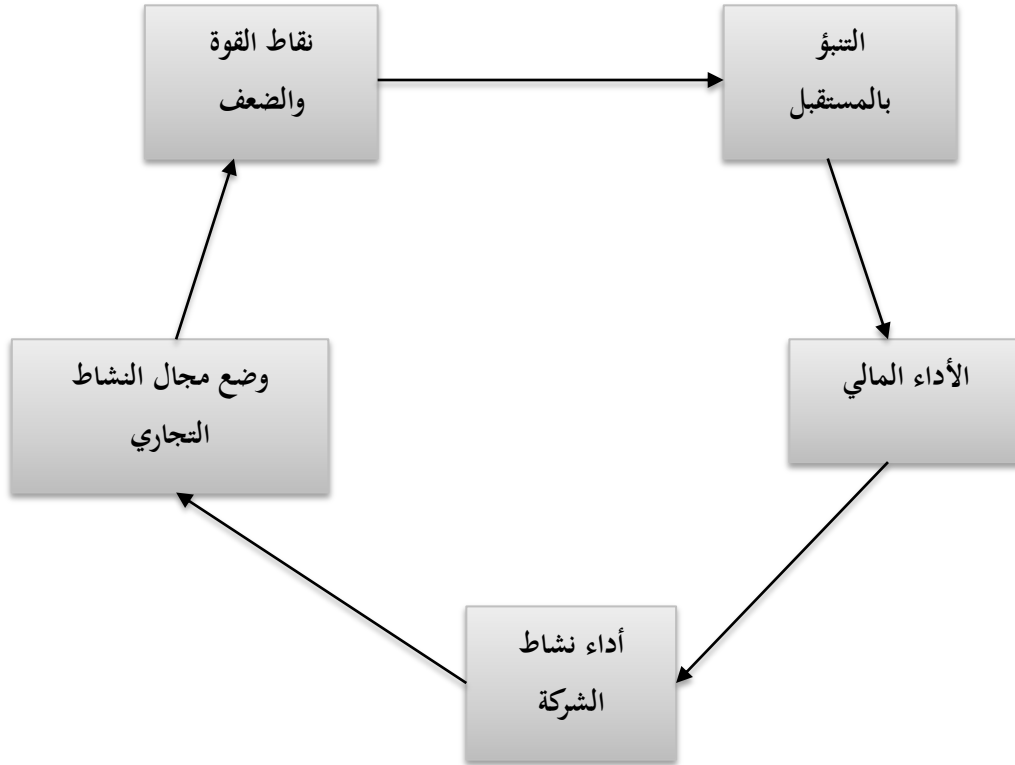
❖ **الأنشطة الحالية لشركة:** على الشركة كذلك دراسة مدى توافق كل الأنشطة الحالية المستهدفة، فإذا قد تكون مملوكة من قبل عدد كبير من المساهمين الكبار، وفي كلا الحالتين قد يصعب إقناعهم بالعرض الذي تنوي تقديمه؛

❖ **المركز المالي للمالكين لشركة :** يعد المركز المالي للملاك الشركة الحاليين عاملاً مهماً في اختيار الشركة المستهدفة، فإذا كان المالكون يعانون من مشكلات مالية فإنهم سيكونون أكثر استعداداً لبيع شركاتهم والعكس في الحالة المعاكسة؛

4- مرحلة تشخيص الشركة المستهدفة

يعد الانتهاء من مرحلة الانتقاء والاختبار يوجه فريق الدراسة المكلف بهذه المهمة إلى التركيز على التحليل كل أوجه الأداء على مستوى الشركة وعدد الشركات المختارة كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (43) : تحليل أداء الشركات



المصدر: برايان كويل، "دمج وشراء الشركات"، قسم الترجمة، دار الفاروق، ط1، 2006، ص: 39.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن تحليل الأداء يشمل أربعة مستويات وهي:

■ الأداء المالي: ويشمل العناصر التالية:

- نمو الأرباح؛
- العائد؛
- الرفع المالي؛
- التدفق النقدي؛
- هوامش الأرباح؛
- نسب أخرى؛

■ التنبؤ بالأداء المستقبلي: ويشمل العناصر التالية :

- توقعات النمو المستقبلي؛

- إنتاج التدفق النقدي المستقبلي؛
- تحسين الهامش المستقبلي؛
- مناطق المخاطرة المحتملة؛

■ نقاط القوة والضعف: وتشمل العناصر التالية:

- المنتجات والعلامات التجارية؛
- الإدارة؛
- التكنولوجيا؛
- الأصول؛
- قنوات التوزيع؛

■ أداء نشاط الشركة: وتشمل العناصر التالية:

- أسهم السوق؛
- تطوير المنتجات؛
- التغطية الجغرافية؛
- الابتكار؛
- كثافة رأس المال؛
- الأصول والموظفين؛

■ وضع مجال النشاط التجاري: ويشمل العناصر التالية:

- هيكل التكلفة بالمقارنة بالمنافسين؛
- المنافسة؛
- وضع سلسلة التمويل.

وبناء على نتائج هذا التحليل يمكن التنبؤ بالأداء المستقبلي لهذه الشركة وتحديد المنافع المتوقعة من الاندماج

معها.

ثانيا: المراحل التنفيذية

تتمثل المراحل التنفيذية أساسا في تلك الخطوات العملية التي تستشرك فيها الشركتين محل الاندماج وذلك بدءا بالاتصال بالشركة المستهدفة أو المختارة للاندماج معها، ويمكن أن نميز فيها بين المراحل التالية:

1-مرحلة البدء بالاتصال

تسمى هذه المرحلة كلك بمرحلة الاتصال الغير رسمي (**Informal Contact**) حيث يتم الاتصال الأولي بالشركة المستهدفة، ويفضل أن تكون ذلك بطريقة غير رسمية تمهيدا للاتصال الرسمي ، وقد يكون ذلك أما عن طريق الرؤساء التنفيذيين أو المدراء العامين أو بأحد المساهمين الكبار في الشركة والتي تضمن موافقة على عرض نجاح الصفقة، وقد يكون بشكل غير مباشر من خلال مستشارين مختصين كمصارف الاستثمار أو مكاتب المحاسبة ، بينما إذا كانت الشركة المستهدفة جزء من مجموعة شركات فإن الاتصال يجب أن يكون ضمن تمثيل الشركة الأم، وذلك كله من أجل إعطاء العملية مكانة تحضا برضا الإدارة العليا.

2-مرحلة الاتصال الرسمي

بعد التأكد من وجود نية ورغبة لدى إدارة الشركة المستهدفة في الترحيب بتنفيذ العملية ينم في البدء في الاتصال الرسمي من خلال توقيع اتفاقية تفاهم بين الطرفين وذلك بغية تنظيم العلاقة بينهما وتحتوي على مذكرة تفاهم على مجموعة من البنود أهمها:

✓ أسماء وصفات الجهات المتعاقدة؛

✓ طبيعة العملية التي سيتم تنفيذها ونية الأطراف على تنفيذها؛

✓ استلام مذكرة من الشركة المستهدفة تتضمن المعلومات السرية مثل تاريخ المبيعات وهوامش الربح والتنبؤ بالمبيعات؛

✓ توقيع خطاب الكتمان، وهو تعهد من قبل الشركة المزايدة أو المغيرة بأنها سوف تستخدم المعلومات التي حصلت عليها من الشركة المستهدفة باستثناء ما تحتاجه بشأن هذه الصفقة؛

✓ تكوين طريق التفاوض ويفضل أن يكون ذا تشكيلة وواسعة ومتنوعة تمكن من انجاز مهامه كاملة وبكل إتقان ضمن السقف الزمني المحدد وقد تستفيد الشركات المعنية من خبرات المستشارين الخارجيين في هذا الإطار؛

✓ تشخيص مجالات التفاوض؛

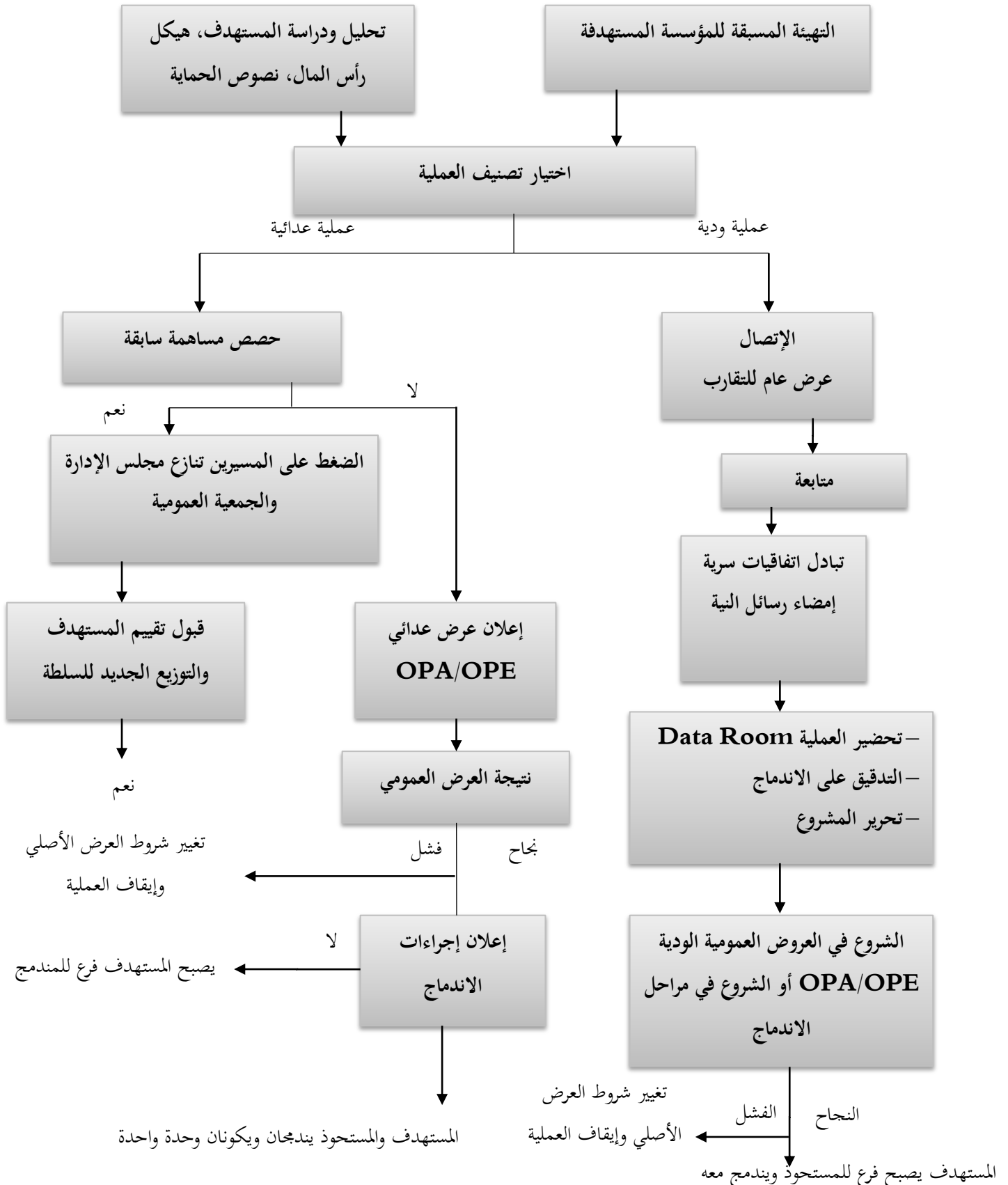
وتنتهي هذه المرحلة باتفاق غير نهائي من خلال عرض تقرير توضيحي حول الصفقة وبنودها، يفضي بأن الشركة المستهدفة لا تدخل في أي عملية اندماج إلا بعد التفاوض على بنود الصفقة الحالية.

3-مرحلة التفاوض

بعد توقع التفاهم بين الطرفين تبدأ عملية التفاوض عمليات الاندماج الودي على المجالات التي تم تشخيصها، وتعد هذه المرحلة من المراحل الحاسمة التي يتوقف عليها مصير عملية الاندماج، إذ قد تسفر نتائج التفاوض عن النجاح وتلتقي وجهات النظر مما يؤدي إلى عدم الشروع في تنفيذ إجراءات الصفقة وتشمل مجالات التفاوض المسائل الأساسية التالية:

- ✓ مدة العقد التي يجب أن تنفذ العملية خلالها هي في العرف لا تزيد عن ستة أشهر؛
 - ✓ طبيعة المعلومات التي سيتم تبادلها بين الطرفين من خلال الحرص على السرية التامة؛
 - ✓ إجراءات وطرق تقييم الشركات الداخلة في الاندماج والهيئات التي ستتولى عملية التقييم؛
 - ✓ تحديد السعر النهائي الذي ستنفد به الصفقة وعلاوة الاندماج؛
 - ✓ الاتفاق على طريقة الدفع وتسوية الصفقة؛
 - ✓ أثر الاندماج على الهيكل الإداري والمالي والاقتصادي لشركة بعد الاندماج.
- و الشكل التالي يوضح مراحل عملية المفاوضات بين شركات مدرجة في البورصة:

الشكل رقم (44): مراحل عملية المفاوضات بين شركات مدرجة في البورصة



Source: Olivier Meier et Guillaume Schier, Fusion Acquisition, Stratégie finance Management, Dunod, Paris, 2003, P : 143.

4-مرحلة التنفيذ

بعد الانتهاء من مرحلة التفاوض والخروج بنتائج إيجابية بخصوص نجاح التفاوض وتلاقي وجهات النظر على مختلف المسائل الأساسية وبعد موافقة الجهات المختصة على تنفيذ العملية، تبدأ مرحلة تنفيذ الإجراءات المتعلقة بالاندماج وترتيب عملية التمويل، وذلك وفقاً لخطة عمل مفصلة نوضح مراحل التنفيذ وتاريخ تنفيذ كل مرحلة، ومسؤولية كل جهة عن كل مرحلة والموارد المخصصة للتنفيذ وقد يكون من المناسب تشكيل مجموعة من اللجان لاقتسام المهام وتنفيذها على وجه السرعة والدقة، ولعل أهم اللجان الممكن تشكيلها ما يلي:

❖ **لجنة الشؤون المحاسبية:** وتكون مسئولة عن عملية التدقيق في الحسابات والتدقيق فيها وتجميعها في شكل حسابات موحدة؛

❖ **اللجنة القانونية:** توكل هذه اللجنة مهمة التأكد من قانونية كافة الوثائق والعقود مع مختلف الأطراف التي تتعامل معها الشركات محل الاندماج؛

❖ **لجنة الموارد البشرية:** تختص هذه اللجنة في دراسة الموارد البشرية المتاحة واحتياجات الشركة بعد الاندماج وكيفية معالجة الفائض من هذه الموارد، وكيفية التعامل والتنسيق بين الثقافات والمهارات السائدة لديها في الشركتين؛

❖ **لجنة الحوسبة وتقنيات المعلومات:** ويقع على عاتق هذه اللجنة مسؤولية دراسة الأنظمة المعلوماتية في تسيير الشؤون والمصالح المختلفة على مستوى الشركتين والعمل على تحقيق التوافق والموائمة بينهما فضلاً عن العمل على دمجها وكيفية استخدامها وانتقال المعلومات وحفظها في ظل الشركة الجديدة بعد الاندماج؛

❖ **لجنة الخدمات والمنتجات والعمليات:** وتقوم بدراسة المنتجات والخدمات والعمليات الحالية على مستوى الشركتين بغية الفصل بين الأنشطة التي يجب الاحتفاظ بها والأنشطة التي يجب الاستغناء عنها من أجل دعم مركز الشركة الجديدة بعد الاندماج.

5-مرحلة المتابعة وقياس النتائج

تأتي مرحلة المتابعة بعد إتمام عملية الاندماج حيث تقوم الشركة الباقية أو الناتجة عن الاندماج وبشكل دوري بدراسة الآثار المترتبة والنتائج التي يتم تحقيقها من خلال الاندماج على كل المستويات وإن كان أهمها يشمل النقاط والجوانب التالية:

❖ **الفرص المتاحة:** يتعين على الشركة دراسة الفرص التي إتاحتها عملية الاندماج وتشخيصها تشخيصاً جيداً، وتحديد كيفية انتهازها واستغلالها وتوظيفها والتكيف السريع مع المتغيرات والمستجدات بشكل أفضل.

❖ **التهديدات:** ومن جهة أخرى لبد من رصد وتتبع وتحليل ودراسة مختلف التهديدات الداخلية والخارجية التي يمكن أن تؤثر على أعمال الشركة بعد الاندماج وتحديد حجم الخطر الذي تمثله وتحديد كيفية مواجهتها والتغلب عليها واستيعاب مختلف الضغوط الداخلية والخارجية فضلاً عن حصر المجالات التي تتواجد فيها هذه الإخطار وحسابها بدقة .

❖ **نقاط القوة:** على الشركة كذلك تحديد وحصر نقاط القوة التي بحوزتها بعد عملية الاندماج على مستوى الموارد البشرية ومجالات الإنتاج والموارد المالية والمادية وكذا مدى القدرة على توليد الأرباح والعوائد فضلاً عن الصورة الذهنية المتولدة عن الكيان الناتج عن عملية الاندماج لدى الجمهور والمتعاملين معه والعمل على تنميتها والحفاظة عليها.

❖ **نقاط الضعف:** ومن جهة أخرى يجب تحديد نقاط التي تنجم عن حدوث ثغرات نتيجة حداثة العاملين المندمجين في الشركة الكبيرة واختلاف النظم واللوائح فيما يتعلق بالعمل والأجور والمرتبات والمكافأة، فضلاً عن اختلاف الثقافات العمل وحتى اللغة والمصطلحات، ولمختلف هذه القضايا أثارها السلبية على أداء الشركات، لذلك ينبغي العمل على التغلب عليها بشكل دائم ومستمر .

إن تنفيذ عمليات الاندماج ليس هو نهاية المطلوب من الشركة وإنما هو البداية للدخول في عالم جديد يتطلب من الكيان الناتج الحرص الدائم على ما يلي:

✓ تطوير الإمكانيات والقدرات؛

✓ اكتساب الجديد المبتكر في عالم التكنولوجيا؛

- ✓ استغلال الطاقات الإنتاجية والتسويقية والتمويلية والبشرية والقضاء على الفاقد والعاطل؛
- ✓ اكتساب قدرة أكبر في اكتشاف التهديدات والتغلب عليها؛
- ✓ زيادة الأرباح وتحقيق التراكم الرأس مالي؛
- ✓ تبني إستراتيجية هجومية طموحة قائمة على صناعة المزايا التنافسية وتوسيع الحصة السوقية؛
- ✓ خلق المنافسة الاستثمارية والتمويلية.

❖ شروط وضوابط نجاح عمليات الاندماج

إن نجاح عمليات الاندماج مرهون بمدى توفر الشروط الأساسية لقيامها وأن اختلفت هذه الشروط من بلد لآخر أو من شركة لأخرى، كما أن هناك مجموعة من الضوابط يجب مراعاتها وأخذها بعين الاعتبار لنجاح الاندماج، وسيتم التطرق لهذا المطلب من خلال النقاط التالية:

❖ شروط نجاح الاندماج

تتمثل الشروط الأساسية لنجاح عمليات الاندماج فيما يلي:

- ◀ أن يكون هناك رغبة حقيقية صادقة لدى القائمين على عملية الاندماج لا توجد بداخلهم الشكوك والمخاوف من عدم نجاح عملية الاندماج وأن يتوفر لديهم الدافع الذاتي والحافز للقيام به وعدم وجود معارضة ومقاومة له ن مع توفر إطار من الصلاحيات والسلطات الكفيلة بإنجاح عملية الاندماج بين الشركات.
- ◀ أن يخضع قرار الاندماج لدراسات اقتصادية ومالية وتسويقية واجتماعية ومعالجة أوجه الاختلال القائمة بالفعل داخل الشركات الراغبة في الاندماج.
- ◀ تقييم وفحص شامل لجميع أصول والالتزامات الشركات الداخلة في الاندماج وكذلك تحديد حقوق المساهمين والأصول والالتزامات التي تؤول إلى الشركات الداخلة وكيفية التعامل مع الأصول والالتزامات الأخرى.
- ◀ وضع تصور واقعي عملي لمراحل الاندماج وأن يتضمن البرنامج الزمني المناسب له وكذلك تهيئة البيئة الداخلية لقبول عملية الاندماج والبيئة الخارجية وقبوله على أن يتم وضع خطة زمنية لتنفيذ عملية الاندماج.

- ◀ أن يتم اختيار اسم الكيان الجديد والعلامة التجارية وأعضاء مجلس الإدارة والخدمات التي سيتم التعامل معها وذلك بالشكل الذي يكون له التأثير المضمون والأثر الجماهيري الجذاب.
- ◀ توفير الموارد المالية والبشرية والتجهيزات المناسبة للاتفاق على عملية الاندماج.
- ◀ التنسيق الفعال بين وحدات الشركات المندمجة، واللوائح والقوانين والقرارات مع وضع شبكة داخلية على درجة عالية من الكفاءة في الاتصالات.
- ◀ الفهم الجيد للإطار الثقافي بما يسمح تجنب الأخطاء في سير عملية الاندماج ولا بد من فهم كل طرف لطرف الآخر وعلى فريق الإدارة أن يحدد الثقافة المشتركة الجديدة ومهما كانت الطريقة المتبعة لا بد أن تعتمد على النقاط التالية:

- ✓ تحديد وتداول مجموعة القيم داخليا وخارجيا مع الإشارة إلى انقطاع عن الماضي.
- ✓ الحرص على أن تنعكس القرارات المتعلقة بالوظائف المحورية الثقافية الجديدة وإبعاد الأشخاص الذين يشغلون مراكز إدارية في حال أبدوا أي رفض أو عدم تجاوب.
- ✓ إعادة تحديد أنظمة التقييم والمكافأة في الأشهر الستة الأولى وذلك بهدف تعزيز الثقافة الجديدة ودعم السلوك الجديد.

❖ ضوابط نجاح عمليات الاندماج

بالإضافة إلى الشروط السابقة فإن هناك مجموعة من الضوابط التي يجب مراعاتها وهي كما يلي:

- ◀ ضرورة توفر كل المعلومات اللازمة وترسيخ مبدأ الشفافية في عملية الاندماج وهذا يتطلب إتاحة كل البيانات التفصيلية عن كل شركة داخل عملية الاندماج من حيث حجم الاستثمارات وكل البيانات المتعلقة بالمركز المالي إلى جانب بيانات عن العمالة وتخصصاتها ودرجة مهارتها وخبرتها وكذلك الهيكل التنظيمي والوظيفي لكل شركة داخلية في عملية الاندماج؛
- ◀ توفير دراسات كاملة مثل دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية وتوضيح النتائج المتوقعة من حدوث الاندماج؛
- ◀ تحديد المراحل التي يجب أن تمر بها قبل البدء في اتخاذ قرار الاندماج ثم تحديد إجراءات الاندماج والتمهيد له ثم متابعة هذه الإجراءات والإشراف عليها والتعرف على أثارها المتوقعة؛

◀ يجب أن تسبق عملية الاندماج إعادة هيكلة مالية وإدارية لشركات الداخلة في الاندماج ويتطلب ذلك معالجة المشاكل التي تعاني منها مثل العمالة الزائدة واختلال السيولة والمراكز المالية وتطوير النظم الإدارية ولوائح العمل؛

◀ ضرورة حدوث الاندماج في ظل الظروف العادية والطبيعية؛

◀ ضرورة توفير مجموعة من الحوافز المشجعة لإجراء عمليات الاندماج مثل الإعفاءات الضريبية ومنح التسهيلات الائتمانية وغيرها؛

دراسة تجارب الدول المتقدمة في مجال الاندماج لمعرفة والاستفادة منها وإمكانية تطبيقها على حالات الاندماج المحلية.

المطلب الثالث: مناهج الاندماج

تتعدد مناهج الاندماج بين الشركات ولكل منهج مزايا ودواعي استخدامه وظروف محيطه يتعين التوافق معها، ويشكل كل منهج من مناهج الدمج نموذجاً في حد ذاته، وسيتم التطرق من خلال هذا المطلب لنقاط التالية¹:

أولاً: المنهج الموسوعي الشامل؛

ثانياً: المنهج التدريجي المتتابع؛

ثالثاً: المنهج الابتكاري.

أولاً: المنهج الموسوعي الشامل

إن هذا المنهج يعد منهجاً شاملاً ومتكاملاً، إذ يتناول من خلاله كافة عمليات الاندماج ويخضعها للبحث والتدقيق، ولا يترك مجال إلا ويتم التعرض له سواء بالدراسة أو التحليل، ويشتمل على العديد من الأدوات والوسائل كما أنه يحتوي على المناهج الأخرى، ويقوم هذا المنهج على دراسة جيدة لشركات المدجة بحيث ينطلق من الدراسة العميقة لماضي الشركات المستهدفة وما مرت به من حوادث وأزمات وكيف واجهت ذلك، ثم دراسة

¹ محسن أحمد الخضيرى، الاندماج المصرفي، المنهج المتكامل لاكتساب البنوك والمصارف واقتصاديات الحجم والسعة والنطاق والفاعلية في عالم الكيانات البنكية العملاقة وتحقيق ضرورات التكيف مع متطلبات العولمة، الدار الجامعية، 2007، ص: 73، 72.

واسعة لحاضر الشركات من حيث الموجودات والأرباح والنتائج والاستثمارات، منتهيا بدراسة مستفيضة عن مستقبل وأفاق تلك الشركات، وما يمكن أن تضيفه إلى قيمة الشركة بعد الاندماج.

ثانيا: المنهج التدريج المتتابع

هو منهج قائم على عملية التدرج في عملية الاندماج، وعلى استخدام سياسة عدم التسرع من أجل ضمان النجاح ومعالجة كافة الاختلالات التي قد تواجه الشركات المندمجة وعدم السماح بحدوث أي تأثير على الكيان المندمج منها، ويقوم المنهج التدريجي للاندماج على ما يلي:

✓ وضع تطور شامل ومتكامل واستراتيجية عليا لعملية الاندماج بكافة طموحاته وأهدافه المتقدمة وترجمتها إلى خطة عامة ومتكاملة؛

✓ وضع برنامج قياسي بتوقيته الزمنية المعيارية التي يتم تنفيذها وإطار الخطة الموضوعية للدمج؛

✓ تحديد المهام التنفيذية الواجب إتباعها للوصول إلى عمليات الدمج التدريجي.

ثالثا: المنهج الابتكاري

هو منهج يعتمد على إتحاد أشكال جديدة وطرق وأساليب جديدة لتحقيق عملية الاندماج، وعدم استخدام الأساليب التقليدية المتبعة من قبل، ويقوم هذا المنهج على ما يلي :

✓ البحث عن أفكار جديدة للاندماج؛

✓ البحث عن صور وأشكال ابتكاريه للاندماج؛

✓ البحث عن طرق وأدوات ومسائل جديدة للاندماج؛

✓ البحث عن نظم وإجراءات جديدة للاندماج؛

✓ البحث عن تصورات جديدة لعمليات الاندماج.

ويتوقف استخدام أي من هذه المناهج على طبيعة شخصية القائمين على عملية الاندماج، خاصة من حيث اختيار وإتباع أي منهج منها وهو مرتبط أساسا بتحديد أسباب الدمج وأهدافه وشروطه.

المبحث الخامس: طرق المحاسبة عن عمليات الاندماج

يمثل دمج شركتين أو أكثر من أهم العمليات التي تقوم بها معظم الشركات في الدول المتقدمة، وتتم المعالجة المحاسبية لعمليات الاندماج من خلال طريقتين هما طريقة الشراء وطريقة توحيد المصالح، وسيتم تناول هذا المبحث من خلال النقاط التالية:

- طريقة توحيد المصالح؛
- طريقة الشراء؛
- المقارنة بين طريقة الشراء وتوحيد المصالح.

المطلب الأول: طريقة توحيد المصالح

تعتبر المعالجة المحاسبية لعمليات الاندماج من أكثر الأمور المحاسبة تعقيدا إلا أنها في الوقت نفسه من الأكثر الأمور متعة والأكثر تشقيا ويعتبر أسلوب توحيد المصالح (**Poolingintrests**) أحد وسائل للمعالجة المحاسبية لعمليات الاندماج وسيتم التطرق إلى هذا الأسلوب من خلال العناصر التالية:

- أولاً: مفهوم أسلوب توحيد المصالح؛
- ثانياً: الشروط العامة لتوحيد المصالح؛
- ثالثاً: المعالجة المحاسبية لعمليات الاندماج وفقاً لأسلوب توحيد المصالح.

أولاً: مفهوم أسلوب توحيد المصالح

لقد عرف المعيار الدولي (IAS22) توحيد المصالح بأنها عملية يقوم فيها مساهمي الشركات الداخلة في الإلتقان بتوحيد سيطرتهم على كل أو معظم أصولهم وعملياتهم لتحقيق مشاركة مستمرة ومتبادلة في المخاطر والمنافع المرتبطة بالشركة الناتجة عن التوحد وعلى نحو لا يكون فيه من الممكن تحديد أي شركة باعتبارها شركة مقتنية¹.

¹ أحمد بسيوني شحاته، محمد عباس بدوي، "المحاسبة المالية المقدمة"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص: 25.

وفقا لطريقة توحيد المصالح فإن عملية الاندماج بين الشركتين تمثل في جوهرها عملية تجميع لحقوق ومصالح ملاك الشركتين في كيان واحد، وان تلك الحقوق والمصالح تظل موجودة بعد تكوين الاندماج ولا يطرأ عليها أي تغيير، ووفقا لهذا التكيف فان أي من الشركات الداخلة في تكوين الاندماج لا يمكن اعتبارها أنها قامت بشراء الشركة الأخرى ومن تم فانه ليس هناك عملية شراء قد تمت¹.

لقد جاء أول تأييد رسمي للطريقة في صورة قاعدة مهنية أصدرها واضعو القواعد في الولايات المتحدة عام 1950².

يحدد معيار المحاسبة الدولي (IAS22) مجموعة أكثر مباشرة من المعايير لتقرير مدى ملائمة معالجة محاسبة التجميع حيث يجب استفتاء ثلاثة اختبارات مجتمعة على النحو التالي³:

- يجب على حملة أسهم المنشآت الداخلة في الاندماج أن يحققوا اقتساما متواسلا للمخاطر والعوائد المرتبطة بالكيان المندمج.
- يجب أن يكون أساس المعاملة تبادل أنصبة المنشآت الداخلة في الاندماج في صورة كيان واحد.
- يرتبط المعيار الأول بالأقسام المتواصل للمخاطر والعوائد بواسطة مجموعات حملة الأسهم المندمجة ولتحقيق هذا وفقا للمعيار رقم (IAS22) يجب أن يحدث الآتي:
- أن يتم تبادل أو تجميع غالبية أنصبة أسهم التصويت إن لم يكن كلها لشركات الداخلة في الاندماج.
- ألا تكون القيمة العادلة للمنشأة واحدة مختلفة اختلافا جوهريا عن القيمة العادلة لشركة الأخرى
- يحتفظ حملة أسهم كل شركة بشكل جوهري بنفس حقوق التصويت والحصة في الكيان المندمج بالنسبة لبعضهم البعض بعد الاندماج كما كان الحال من قبل.

¹ أحمد بسيوني شحاته، عبد الوهاب نصر علي، "المحاسبة المالية المقدمة"، الدار الجامعية، 2005. 2004، ص: 28.

² موسوعة المعايير المحاسبية، ص: 21.

³ موسوعة المعايير المحاسبية، ص: 24.

ثانيا: الشروط اللازمة لتطبيق طريقة توحيد المصالح

لقد وضع مجلس المبادئ المحاسبية اثني عشر شرطا يجب توافرها لكي يتمكن استخدام طريقة توحيد المصالح في المحاسبة عن الاندماج وتبويب هذه الشروط في ثلاث مجموعات على النحو التالي¹:

1- المجموعة الأولى: تتضمن شروطا تتعلق بالشركات المكونة للانندماج:

✓ أن تكون كل شركة داخلية في عملية الاندماج مستقلة بذاتها وان لا تكون تابعة لشركة أخرى خلال السنتين السابقتين لبدء خطة الاندماج.

✓ أن تكون الشركات المكونة للانندماج مستقلة عن بعضها.

2- المجموعة الثانية: تتضمن الشروط المتعلقة بطريقة إدماج حقوق الملكية.

✓ أن ينفذ الاندماج في عملية واحدة أو يتم طبقا لخطة محددة تنفذ خلال سنة من بدء الخطة

✓ إن تصدر الشركة الدامجة أسهم عادية فقط يكون لها نفس الحقوق المتاحة لأسهمها المتداولة مقابل عدد جوهري من الأسهم العادية لشركة الأخرى العادية المتداولة مقابل عدد جوهري من الأسهم العادية لشركة الأخرى بحيث تؤثر في التصويت في تاريخ إتمام خطة الاندماج.

✓ ألا تقوم الشركة من الشركات المكونة للانندماج بتغيير هيكل الملكية لأسهمها العادية للتأثير في الاندماج سواء خلال السنتين السابقتين لبدء خطة الاندماج أو بين تاريخي بدأ إجراءات الاندماج وإتمامه. وقد تتضمن هذه التغيرات إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المساهمين أو مبادلة أو إلغاء الأسهم العادية.

✓ إذا قامت إحدى الشركات المكونة للانندماج باسترداد بعض أسهم العادية فلا يجب أن يكون لأغراض إتمام الاندماج وإذا تم الاسترداد لأغراض أخرى في الفترة من بداية خطة الاندماج حتى انتهائها فلا يجب أن يزيد عدد الأسهم المستوردة عن الحد المعقول.

✓ إن تبقى نسبة حق الملكية للمساهمين العادي إلى حق الملكية للمساهمين الشركة الداخلة في الاندماج كما هي بعد مبادلة الأسهم لتنفيذ الاندماج.

¹ موسوعة المعايير المحاسبية، ص: 25.

✓ و- لا يجب تحديد الأسهم العادية الناتجة عن الاندماج من حقها في التصويت أو تقييد حملة هذه الأسهم عم ممارسة هذا الحق.

✓ أن يتم تنفيذ الاندماج في التاريخ المحدد في الخطة وان لا تتضمن الخطة شروطا تستهدف تأجيل إصدار الأوراق المالية أو الوفاء بتكلفة الشراء بعد أجل.

3- المجموعة الثالثة: تتضمن الشروط التي تحول دون صورية الاندماج:

✓ لا توافق شركة الاندماج على إلغاء واستعادة كل أو جزء من الأوراق المالية المصدرة المتعلقة بإتمام الاندماج.

✓ لا يجب أن تدخل شركة الاندماج في أي ترتيبات مالية أخرى لصالح المساهمين القدامى للشركات الداخلة في الاندماج مثل ذلك تعهد شركة الاندماج بضمان قرض مضمون بالأسهم المصدرة في عملية الاندماج وهو الأمر الذي يؤدي في جوهره إلى صورية عملية المبادلة.

✓ لا يجب أن تسعى شركة الاندماج أو تختلط لتقلص من جزء جوهري من أصول الشركات المكونة للاندماج خلال سنين بعد إتمام الاندماج باستثناء عمليات التخلص العادية التي تتم في نطاق النشاط العادي للشركة أو التخلص من التسهيلات المزدوجة أو لزيادتها عن الطاقة المطلوبة.

ثالثا: المعالجة المحاسبية لطريقة توحيد المصالح

ولغايات توضيح المعالجة المحاسبية لعملية الاندماج وفقا لطريقة توحيد المصالح لابد من بيان المفاهيم الأساسية أو الإطار النظري الذي تقوم عليه هذه الطريقة على النحو التالي¹:

- إن ملاك الشركات المندمجة هم الملاك الجدد للشركات الناتجة عن الاندماج ولذلك تستمر الحقوق النسبية لمساهمي الشركات المكونة للاندماج دون تغيير.

- تنقل الأصول والخصوم إلى الشركة الجديدة تبعا لقيمتها الدفترية وليس طبقا لقيمتها العادلة كما هو عليه الحال في طريقة الشراء مما ينفي حدوث شهرة موجبة أو شهرة سالبة.

¹ خليل عواد أبو حشيش، مرجع سابق، ص: 22. 53.

- بدل الضم أو التوحيد بين الشركات المتحدة يكون بإصدار أسهم بالقيمة الدفترية من الشركة الداخلة إلى الشركة المندمجة.
- التكاليف المباشرة والغير مباشرة المتعلقة بالاندماج تحمل جميعا على حسابات النتيجة في الفترة التي تمت فيها عملية الاندماج بما فيها تكاليف إصدار وتسجيل الأسهم المصدرة للشركة المندمجة.
- تتمثل تكلفة الاندماج التي تسجل في دفاتر الشركة الداخلة بصافي القيمة الدفترية لأصول الشركة المندمجة أي مجموع حقوق المساهمين فيها الذي يتكون من مجموع رأس المال المدفوع (رأس مال الأسهم العادية + علاوة إصدار الأسهم وأية أرباح محتجزة)
- على العكس من طريقة الشراء فإن الأرباح التي تحققها الشركة المندمجة من بداية الفترة المحاسبية حتى تاريخ الاندماج وكذلك ما لديها من أرباح محتجزة من ذلك التاريخ تنقل إلى الشركة الداخلة ذلك بغض النظر عن التاريخ الذي يتم فيه الاندماج ولذا اشتمل قائمة الدخل الموحدة صافي أرباح الشركة الداخلة والمندمجة حتى تاريخ الاندماج وكذلك تشمل قائمة المركز المالي الأرباح المحتجزة لكل من الشركتين الداخلة والمندمجة.
- إن إجمالي رأس المال المدفوع للشركة الداخلة بعد عملية الاندماج يجب أن لا يقل بأي حال من الأحوال عم مجموع رأس مال المدفوع لشركتين معا بتاريخ الاندماج.
- لا تتمشى هذه الطريقة مع مبادئ المحاسبة الدولية بعدم انسجامها مع مبدأ التكلفة التاريخية وبالتالي التلاعب بأرقام الأرباح.
- وحيث أن الشركة الداخلة في كل من الاندماج والتوحيد تعطي الشركة المندمجة اسمها مقابل صافي أصولها فلا بد من مقارنة القيمة الاسمية للأسهم المصدرة مع القيمة الاسمية لرأس المال المدفوع (رأس المال الأسهم العادية + علاوة إصدار الأسهم) في الشركة المندمجة قبل الاندماج ومعالجة الفروق بينهما إن وجدت وعلى النحو التالي:
- * إذا كانت القيمة الاسمية للأسهم المصدرة من الشركة الداخلة أكبر رأس المال المدفوع في الشركة المندمجة قبل الاندماج فيتم إثبات الفرق بينهما كعلاوة إصدار الأسهم العامة في الشركة المندمجة أي يصبح الرصيد الجديد لعلاوة الإصدار هو الجزء الزائد من رصيد علاوة الإصدار في الشركة المندمجة.

- * إذا كانت القيمة الاسمية للأسهم المصدرة من الشركة الداخلة < رأس المال المدفوع في الشركة المندمجة قبل الاندماج فتتوقف معالجة الفرق الزائد على ما إذا كان هناك علاوة إصدار في الشركة الداخلة إضافة إلى وجود أو عاد وجود أرباح محتجزة في كل من الشركتين الداخلة والمندمجة وعلى النحو التالي:
- ← إذا كان في الشركة الداخلة علاوة إصدار أسهم وكان الفرق > من هذه العلاوة فيتم تخفيض الفرق من علاوة إصدار الأسهم.
- ← إذا كان في الشركة الداخلة علاوة إصدار أسهم وكان الفرق = هذه العلاوة فيتم حذف علاوة إصدار الأسهم بالكامل.
- ← إذا كان في الشركة الداخلة علاوة إصدار وكان الفرق < من هذه العلاوة فيتم حذف هذه العلاوة بالكامل وينخفض ما زاد على ذلك من الأرباح المحتجزة في الشركة المندمجة.
- * إذا كان في الشركة الداخلة علاوة إصدار اسم وكان الفرق < من مجموع علاوة إصدار الأسهم في الشركة الداخلة والأرباح المحتجزة في الشركة المندمجة فيتم حذف العلاوة والأرباح المحتجزة في الشركة المندمجة بالكامل وينزل الفرق الزائد من الأرباح المحتجزة في الشركة الداخلة.

المطلب الثاني: طريقة الشراء

وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً في الوقت الحاضر (APB Opinion No.16) فإنه يتعين تطبيق توحيد المصالح إذا توفرت جميع الشروط المحددة لتطبيقها أما في حالة عدم توفر أي شرط فإنه يتعين تطبيق طريقة الشراء.

ولتعرف على هذه الطريقة سيتم التطرق إليها من خلال هذا المطلب إلى النقاط التالية:

- مفهوم طريقة الشراء.
- الإجراءات المحاسبية لطريقة الشراء.

أولاً: مفهوم طريقة الشراء

تفترض طريقة الشراء إن الشركة الداخلة قد تملك الشركة المندمجة من خلال صفقة سوقية ¹ (Market Transaction)، إن هذه الطريقة تعالج عملية الاندماج على أنها حيازة شركة أو أكثر بواسطة شركة أخرى أي أنه توجد عملية شراء تفاوضية وذلك تسجل الشركة الداخلة الأصول التي تم اقتناؤها والالتزامات التي تم قبولها على أساس قيمتها السوقية العادلة وقت الشراء.

والخاصية الأساسية لهذه الطريقة تتمثل في أنها تركز على الجوهر أكثر من الشكل، حيث أن المهم هو عملية الاقتناء بحد ذاتها وليس الشكل الذي تمت به العملية، سواء كان المقابل أسهم عادية أو نقدية أو أصول أخرى أو التعهد بالالتزامات ولذلك فلا بد من وجود أساس جديد للمحاسبة يتمثل في تقييم أصول والالتزامات الشركة المندمجة وفقاً لقيمتها السوقية العادلة، ولذلك فإن هذه الطريقة تتماشى مع المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً ².

وتتمثل المواصفات الرئيسة لهذه الطريقة في ³:

- وجود شركة مشتركة.
- حدوث عملية تبادل تفاوضية.
- ظهور أرقام جديدة تمثل القيم السوقية لعناصر الأصول والخصوم.

ثانياً: الإجراءات المحاسبية لطريقة الشراء

تتمثل الإجراءات المحاسبية أو التواعد التي تقوم عليها هذه الطريقة فيما يلي:

1- احتساب تكلفة الاستثمارات في الشركة المشترية

تتمثل تكلفة الاستثمار في الشركة المشترية في كافة المبالغ التي تنفق لامتلاك ما في أصول هذه الشركة، وعليه فإن التكلفة تتكون من مجموع العناصر التالية: ⁴

¹ خليل عواد أبو حشيش، مرجع سابق، ص: 23.

² حسين القاضي حسين دحدوح، رشا حمادة، المحاسبة المالية المتقدمة، دار التفافة، 2007، ص: 27، 28.

³ أحمد بسيوني شحاتة، كمال الدين الدهراوي، المحاسبة المتقدمة، الدار الجامعية، ص: 16.

⁴ خليل عواد أبو حشيش، مرجع سابق، ص: 23، 24، 25.

أ- القيمة المقدمة لملاك الشركة المندمجة كضمن للجزء المشتري من صافي أصول الشركة المشتراة ويمكن أن يكون هذا الثمن:

- دفع مبلغ نقدي؛
- إصدار أسهم؛
- دفع مبلغ نقدي وبإصدار أسهم.

ومن الجدير بالذكر أنه إذا ما كان الثمن المدفوع لامتلاك صافي أصول الشركة المندمجة أسهم تصدرها الشركة الدامجة كمالكي الشركة المندمجة فيجب مراعاة أن تحسب تلك الأسهم بالقيمة العادلة للسهم أي سعره السوقي السائد بتاريخ عملية الاندماج وبذلك قد ينتج عن عملية الإصدار علاوة إصدار أو خصم إصدار مقدرها الفرق بين القيمة العادلة والقيمة الاسمية للأسهم المصدرة.

ب- تكاليف تنفيذ عملية الاندماج: وتنقسم هذه التكاليف إلى نوعين:

- **مصرفات الاندماج المباشر:** تنحصر مصرفات الاندماج المباشرة بكافة النفقات التي تتكبدها الشركة الدامجة وتكون لازمة لتنديد عملية التملك ومن الأمثلة عليها مصاريف التسجيل الأزيمة لتملك وأتعاب مدققي الحسابات أو أتعاب المحاسبين عن الاستشارات القانونية، بالإضافة إلى ما سبق وحيث أن عملية الاندماج تتطلب تقييم الأصول والمطلوبات في الشركات المندمجة فإن أتعاب المقيمين تعتبر من التكاليف المباشرة.

- **تكاليف الاندماج الغير مباشرة:** تعالج كمصرفات تعمل للفترة المحاسبية التي تمت فيها عملية الاندماج ومن الأمثلة على المصرفات غير المباشرة رواتب المدراء والعاملين في الشركة المشتري الذين ساهموا في دراسة وإتمام عملية التملك بالإضافة إلى امتلاك أصول الشركة المشتري المستخدمة في العملية.

ومن الجدير بالذكر انه إذا ما تم شراء صافي أصول الشركة المندمجة عن طريق إصدار أسهم فان نفقات الإصدار وتسجيل تلك الأسهم تنخفض من علاوة الأسهم (رأس المال الإضافي) في الشركة الدامجة.

2- تقسم أصول وخصوم الشركة المشتراة على أساس القيمة العادلة أو القيمة السوقية (Faire value)

وذلك من أجل التوصل إلى صافي أصولها بالقيمة العادلة (صافي حقوق مساهمي الشركة المندمجة) ويتم التوصل إلى صافي الأصول بالقيمة العادلة باستخدام المعادلة التالية:

صافي الأصول بالقيمة العادلة = القيمة الإجمالية لأصول الشركة المندمجة مقومة بقيمتها العادلة - القيمة الإجمالية لمطلوباتها بقيمتها العادلة.

وحيث أن تحديد القيم العادلة لأصول ومطلوبات الشركة المندمجة يلازمه بعض الصعوبات فإن معايير المحاسبة الدولية قدمت بعض الإرشادات التي يمكن أن تساعد في تحديد تلك القيم وعلى النحو التالي:

- تقييم كل من حسابات المدينين والدائنين على أساس قيمتها الحالية؛
- تقييم الأوراق المالية القابلة للتداول والمخزون من المنتجات التامة والإنتاج تحت التشغيل وأي أصول رأسمالية تمتلكها الشركة المندمجة لغايات الاستخدام أو لغايات الاستخدام بصفة مؤقتة طبقاً لصافي القيمة القابلة للتحقيق؛
- الأصول غير الملموسة والأراضي والموارد الطبيعية والأوراق المالية غير قابلة للتداول تقييم على أساس تقديري؛
- أما المخزون من المواد الأولية أو المدة والأصول طويلة الأجل التي تحتفظ بها الشركة لغايات الاستخدام فتقيم طبقاً لتكلفة الإحلال.

وقد عرفت قائمة معايير المحاسبة المالية رقم 141 الاسترشادات التالية لقياس مقدار التكلفة التي يتم توزيعها على الأصول والالتزامات التي يمكن تحديدها والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم(29): تقييم أصول والتزامات الشركة المشراة وفقا لمعيار رقم 141

طريقة التقييم	الأصل / الالتزام
القيمة العادلة	الأوراق المالية القابلة لتسويق
القيمة الحالية ناقصا مخصص الديون القابلة لتحصيل وتكاليف التحصيل	المدينون
أسعار البيع المقدرة ناقص تكاليف البيع وهامش ربح معقول	المخزون السلعي
القيمة العادلة ناقص تكلفة البيع	الآلات والمعدات المتوقع بيعها
تكاليف الإحلال	الآلات والمعدات التي يتوقع استخدامها
تكاليف الإحلال	المواد الأولية
القيمة العادلة المقدرة	أصول غير ملموسة (خلاف الشهرة)
القيمة الناتجة عن إعادة التقييم القيمة الحالية	جميع الأصول الأخرى
تماشيا مع قائمة معايير المحاسبة المالية رقم 87	التزام المنافع المعاشية المنتظرة
تماشيا مع قائمة معايير المحاسبة المالية رقم 106	التزام المنافع التعاقدية الأخرى
تماشيا مع قائمة معايير المحاسبة المالية رقم 16	البنود المحتملة قبل الشراء

المصدر: ريتشارد شرودير، مارتل كلارك، جاك كاثيري، ترجمة خالد أحمد كاجيجي، إبراهيم محمد ولد فال، المراجعة العلمية: الكيلاني عبد الكريم الكيلاني، نظرية المحاسبة، دار المريخ، ص: 596.

3- احتساب مقدار شهرة الاندماج

الشهرة من الناحية النظرية هي الأرباح غير العادية التي تحققها الشركة المندمجة زيادة عن مثيلاتها من الشركات التي تمارس نفس النشاط أما من الناحية العملية فإنها تعبر عن الثمن الزائد المدفوع للحصول على السيطرة وتتمثل شهرة الاندماج بالفرق بين تكلفة الاستثمار من جهة والقيمة العادلة لها في الأصول المشتراة من جهة أخرى.

وقد عرفها المعيار الدولي رقم (22) أي زيادة في تكلفة الشراء عن حصة الشركة المشتري في القيمة العادلة للأصول والالتزامات المحددة المشتراة في تاريخ الشركة المشتري لقاء منافع اقتصادية مستقلة متوقفة وينبغي إطفاء الشهرة ولقد نص الحصار على إطفاء الشهرة خلال مدة لا تتجاوز 5 سنوات وقد أجاز الحصار في حالات مبررة

زيادة مدة إطفاء الشهرة إلى مدة لا تتجاوز 20 سنة أما المجلس معايير المحاسبة الأمريكي (FASB) فقد ألغى إطفاء الشهر وأكد على أن الشهرة لا تطفأ على عدد محدد من السنوات لغاية المحاسبة المالية إلا أنه وفي حالات وجود مؤشرات على انخفاض قيمة الشهرة الفصلية عن القيمة الدفترية فيتم في هذه الحالات الاعتراف بهذا الانخفاض كخسارة¹.

وعليه قد تكون الشهرة الناتجة عن الاندماج أما موجبة أو شهرة سالبة على النحو التالي:

- إذا كانت تكلفة الاستثمار < من القيمة العادلة لصافي الأصول المشتراة تكون الشهرة موجبة.
- إذا كانت تكلفة الاستثمار > من القيمة العادلة لصافي الأصول المشتراة تكون الشهرة سالبة.

إذا كانت نتيجة الاندماج شهرة موجبة فيعترف بها كأصل ذلك لأنها تمثل دفعة من الشركة الداجمة مقابل منافع اقتصادية مستقبلية يتوقع تدفقها حيث أن هذه الشهرة قد تتغير فيجب اختبارها كل فترة فإذا انتقصت فيعمل الجزء الذي انخفض كمصروف للفترة التي تم فيها الانخفاض .

أما إذا كانت الشهرة سالبة فتعامل بالكامل كمكاسب غير عادية تقفل في حساب ملخص الدخل.

ومن الجدير بالذكر أن الفرق بين تكلفة الاستثمار وصافي القيمة لأصول الشركة المندمجة، يعبر عن علاوة شراء أو خصم شراء وعلى النحو التالي:

❖ إذا كانت تكلفة الاستثمار < من القيمة الدفترية صافي أصول الشركة المشتراة بالقيمة الدفترية يكون الفرق علاوة شراء

❖ إذا كانت تكلفة الاستثمار > من القيمة الدفترية لصافي الأصول المشتراة يكون الفرق خصم شراء.

المطلب الثالث: المقارنة بين طريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء

إن طريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء وإن كانتا كطريقتين مقبولتين فإنهما لا تمثلان طريقتين يمكن الاختيار بينهما لنفس الحالة.

وسيتيم التطرق إلى الفرق بين طريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء من خلال هذا المطلب في النقاط التالية:

¹ حسين القاضي حسين دحدوح، رشا حمادة، مرجع سابق، ص: 30.

أولاً: تطبيق الطريقتين.

ثانياً: الاختلافات الجوهرية بين الطريقتين.

ثالثاً: الانتقادات الموجهة لطريقتين.

أولاً: تطبيق الطريقتين

ظلت طريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء تمثلان طريقتين مقبولتين في الو.م.أ خلال النصف الثاني من القرن العشرين، وان اختلف موقف واضعي المعايير من طريقة توحيد المصالح وفقاً (Accounting Research Bulletin (ARB) N°40 لا تمثل فقط طريقة محاسبة مقبولة، وإنما كانت تعتبر طريقة توحيد المصالح طريقة بديلة لطريقة الشراء،¹ فطريقة توحيد المصالح تستخدم منذ الثلاثينيات من القرن الماضي رغم أن المصطلح لم يطبق إلا في منتصف الأربعينيات وقد جاء أو تأييد رسمي للطريقة في صورة قاعد مهنية أصدرها واضعو القواعد في الولايات المتحدة في عام 1950².

إلا أنه منذ عام 1970 لم تعد طريقة توحيد المصالح طريقة بديلة لطريقة الشراء، وإنما أصبحت طريقة محاسبية مقبولة يتم تطبيقها في حالة توافر شروط معينة.³ وفي سنة 2000 صوت مجلس معايير المحاسبة المالية على إلغاء طريقة توحيد المصالح التي تحدث بعد 1 يناير 2001، وفي يونيو 2001 اصدر مجلس معايير المحاسبة المالية قائمة معايير المحاسبة المالية رقم 141 المعنونة « اندماج مشروعات الأعمال » يحضر مجددا استخدام طريقة دمج الحصص لمعالجة اندماجات مشروعات الأعمال.⁴

لقد صدر معيار تحرير المالي الدولي (IFRS3) حيث حل محل المعيار (IAS22) نتيجة لتطور الفكر المحاسبي المتعلق بعمليات الاندماج وكذلك لتخلص من البدائل الحسابية التي تقضي إلى اختلاف النتائج، وقد صدر دليل عن مجلس المعايير المحاسبية الدولية (IAS3) المتعلق بالانخفاض في قيمة الأصول و (IAS38) المتعلق بالأصول الغير ملموسة باعتبار تعلقهما مباشرة باندماج الأعمال، كذلك فقد صدر المعيار (IAS27) والذي

¹ أحمد بسيوني شحاتة، عبد الوهاب نصر على، مرجع سابق، ص: 24.

² موسوعة المعايير المحاسبية، مرجع سابق، ص: 21.

³ المرجع نفسه، ص: 25.

⁴ ريتشارد شرودير، مارتل كلارك، جاك كاثي، مرجع سابق، ص: 593، 594.

يتعلق بالقوائم المالية الموحدة والمنفردة (Consolidated and Sparte Financial Statement)، حيث وضع المعيار أساساً لإعداد القوائم المالية الموحدة وكيفية المحاسبة عن الاستثمارات في الشركات التابعة والزميلة.¹

والجدول التالي يمثل تطبيق طرق المحاسبة عن الاندماج في بعض الدول:

الجدول رقم (30): تطبيق طرق المحاسبة عن الاندماج في بعض الدول

الدولة	طريقة الشراء	طريقة توحيد المصالح
المملكة المتحدة	كل الحالات الأخرى تطبق طريقة الشراء	نستخدم بصفة استثنائية بين شركات مقاربة في الحجم
كندا	تطبيق طريقة الشراء	تطبيق في الحالات النادرة التي لا يمكن فيها تحديد الشركة المشترية
استراليا	كل الحالات تطبق طريقة الشراء	لا تطبق
فرنسا	كل الحالات تطبق طريقة الشراء	لا تطبق

المصدر: جورج دانيال غيالي، طرق ومشاكل المحاسبة عن اندماج الشركات، الدار الجامعية 2002، ص 32، 33.

ثانيا: الاختلافات الجوهرية بين الطريقتين

يترتب على المحاسبة عن الاندماج باستخدام طريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء واختلافات هامة يمكن تلخيص هذه الاختلافات الأساسية في الجدول التالي:

¹ المعايير المالية الدولية، ص: 205، 206، 208.

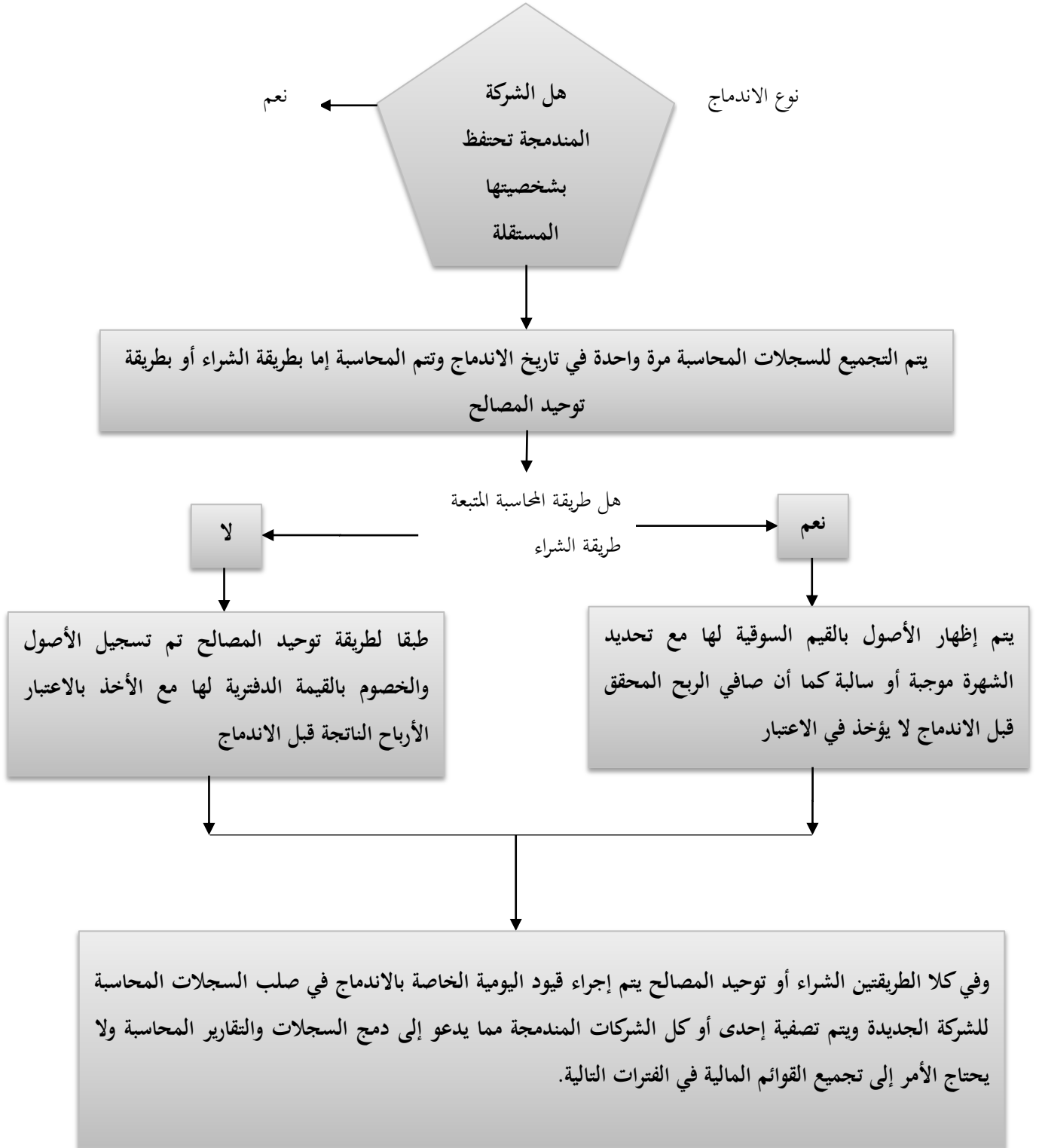
الجدول رقم (31): اختلافات الجوهرية بين طريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء

طريقة الشراء	طريقة توحيد المصالح
- تتم عملية الشراء عن طريق دفع مبالغ نقدية أو أسهم عادية أو بأي طريقة أخرى	- تتم عملية التوحيد عن طريق إصدار أسهم فقط
تسجيل الأصول والخصوم التي تم الحصول عليها بالقيم العادلة	تسجيل الأصول والخصوم التي تم التوحيد بها بالقيم الدفترية
تظهر شهرة موجبة وسالبة نتيجة عملية الشراء أو تقويم الأصول والخصوم	لا تظهر شهرة سالبة أو موجبة لعدم وجود عملية شراء
تتكون تكاليف التملك من القيمة العادلة لصافي الأصول المقدمة مضاف إليها المصاريف المباشرة	تكون تكاليف التوحيد من القيمة الدفترية لصافي الأصول المقدمة في الشركة المندمجة فقط
المصاريف الغير المباشرة تعمل كمصروف للفترة التي يتم فيها الاندماج أما مصروفات إصدار وتسجيل الأسهم فتتخفف من علاوة إصدار الأسهم	المصاريف المباشرة والغير مباشرة وتكاليف إصدار الأسهم تحمل كمصروف للفترة التي تم فيها الاندماج
نتيجة أعمال الفترة الأولى للتملك تبدأ من تاريخ الشراء	نتيجة أعمال الفترة الأولى للتملك تبدأ من بداية السنة المالية للتملك
تتطلبها المعايير المحاسبية الدولية	لا تتماشى مع معايير المحاسبة الدولية
الأخذ بالاعتبار أرباح الشركة المندمجة قبل تاريخ الاندماج	لا تأخذ بالاعتبار أرباح الشركة المندمجة قبل تاريخ الاندماج

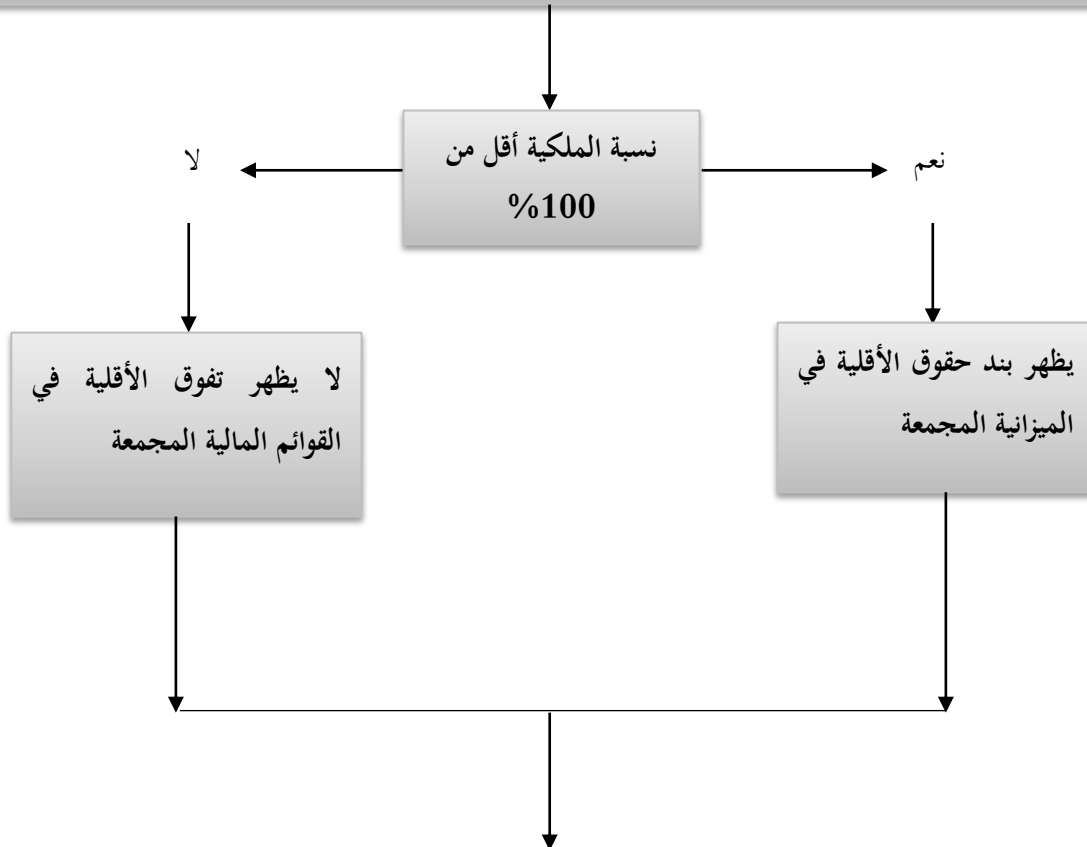
المصدر: خليل عواد أبو حشيش، "المحاسبة المتقدمة"، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2009، ص: 68.

والشكل التالي يوضح خريطة النتائج للإجراءات المحاسبية للاندماج:

الشكل رقم (45): خريطة التابع للإجراءات المحاسبية للاندماج



تظهر العلاقة بين الشركات المندمجة في صورة شركة قابضة وأخرى تابعة مع احتفاظ كل شركة بسجلاتها المالية المستقلة ويتم المحاسبة في تاريخ الشراء وإما بطريقة الشراء وتوحيد المصالح وينظم في جانب الأصول لشركة القابضة حساب يمثل الاستثمارات في الشركة التابعة ويحتاج الأمر إلى تجميع القوائم المالية دورياً وإعادة ورقة عمل لتسهيل عملية التجميع.



في كلتا الحالتين يتم إعداد القوائم المالية المجمعة دورياً وبعد تاريخ الاندماج يتم المحاسبة عن الاستثمارات إما بطريقة التكلفة أو طريقة الملكية

المصدر: أحمد بسيوني شحاتة، كمال الدين الدهراوي، "المحاسبة المتقدمة"، الدار الجامعية، ص: 21، 22.

ثالثا: الانتقادات الموجهة لطريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء

1-الانتقادات التي توجه إلى طريقة توحيد الحصص

تتمثل في¹:

- يرى منتقدو طريقة دمج الحصص أن الاندماج الذي يتم إعداده والإفصاح عنه وفق هذه الطريقة يشابه تلك الاندماجات التي يتم إعدادها والإفصاح عنها وفق طريقة الشراء، إن طريقة دمج الحصص تتجاهل القيم المتبادلة في عملية الاندماج وبالتالي لا يتم الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بمقدار ما تم استثماره كما يتم تجاهل الأصول التي لم تسجل بعد من قبل الشركات المندجة وبالتالي يعيق خفض الأصول كما يجب وتضخيم الدخل أكثر كما يجيب في السنوات اللاحقة وهذا يجد قدره المستثمرين على تقييم العائد على الاستثمار، إضافة إلى عدم قياس الأصول المشتراة بطريقة مشابهة لعمليات الشراء الأخرى، يجعل من الصعب مقارنة أداء الوحدات المندجة وفق طريقة دمج الحصص والشركات الأخرى والنتيجة النهائية في تشويه توزيع الموارد في أسواق رأس المال.
- تتجاهل هذه الطريقة الجوهر الاقتصادي لعملية الاندماج كما أن بعض الشروط الضرورية لتطبيقها يعتمد على قصد أو نية الأطراف بخصوص عملية الاندماج وبالتالي فإنه من الصعب إجراء تقييم موضوعي للتعرف على ما إذا كانت الشركات قد استوفت شروط الاندماج.
- إدراج الشركة الداجمة للأرباح المحتجزة للشركة المندجة يؤدي إلى زيادة حقوق الملكية والقدرة على المديونية وقد يضر ذلك نوع من التضليل.
- من ذلك يتضح أن جوهر الانتقادات يتعلق بمشكلي القياس والإفصاح، وهما من المشاكل المحاسبية العامة، حيث أن القيم الدفترية للأصول لا تعتبر ملائمة لقياس قيمة الاندماج كما أن القوائم المالية التي

¹ أنظر إلى:

- جورج دانيال غيالي، مرجع سابق، ص: 30، 31.
- ريتشارد شرودير، مارتل كلارك، جاك كاثيري، مرجع سابق، ص: 593.
- حسين القاضي، حسين دحدوح، رشا حمادة، مرجع سابق، ص: 52.

تعد بعد الاندماج ستكون مضللة لحملة الأسهم وقراءة تلك القوائم. وقد أكد (Norris) و (Heming) ذلك بقولهما أن تلك الطريقة لا تتماشى مع المبادئ المحاسبية المالية المقبولة عموماً.

- ومن الاعتبارات الأخرى التي يجب مراعاتها هو أن طريقة توحيد المصالح غير مقبولة بشكل عام في معايير المحاسبة الدولية وهي الحالة التي تزيد من صعوبة المقارنات بين الشركات من حيث الأداء والوضع المالي.

2- الانتقادات التي توجه إلى طريقة الشراء

تتمثل أهم الانتقادات التي توجه إلى طريقة الشراء في الاعتراف بالشهرة واستهلاكها، بالإضافة إلى عدم التجانس في تقييم الأصول والالتزامات، حيث أنه يتم تقييم أصول والتزامات الشركة المندمجة بقيمتها السوقية العادلة.

فحين تبقى أصول والتزامات الشركة الداخلة بقيمتها الدفترية، وتكمن المشكلة الأساسية عند المحاسبة عن الاندماج بطريقة الشراء وفي الاعتراف بالشهرة واستهلاكها الذي يكون له تأثير سلبي على الأرباح خلال فترة طويلة¹.

¹ جورج دانيال غالي، مرجع سابق، ص: 32.

خلاصة

هناك الكثير من التعاريف للاندماج تختلف من ثلاث نواحي منها القانونية والاقتصادية والمحاسبية، كما يمكن التفرقة بين الاندماج والعمليات التي تشابهه كإفصال الشركات أو المساهمة بحصة جزئية من أصول شركة قائمة، وللاندماج عدة أشكال منها اندماج شركة في شركة وأخرى قائمة، والاتحاد والسيطرة، ويمكن التمييز بين عدة أنواع للاندماج مثل الاندماج الأفقي والعمودي والمختلط، والاندماج الودي والعدائي، والاندماج بين الشركات المحلية والعالمية.

إن الاندماج بين الشركات لم يكن حديث النشأة، حيث عرفت عمليات الاندماج مراحل عديدة وخمسة موجات ابتداء من 1897 إلى غاية 2006، وللاندماج أهداف عديدة تتمثل في خلق قيمة إضافية والتنويع، وشراء الأصول بأقل من تكلفتها والنمو والتوسع. وهناك أسباب كثيرة أدت لزيادة عمليات الاندماج تتمثل في العولمة والاستثمار الأجنبي، وعمليات الخصخصة والأزمات المالية.

لقد حاولت العديد من النظريات تفسير عمليات الاندماج من بينها نظرية الكفاية ونظرية تعظيم القيمة.

يتم تسديد وتمويل عمليات الاندماج من خلال التسديد نقدا والتسديد بمبادلة الأسهم، والتسديد المختلط وتقنية (LBO) ويتم الدفاع ضد العروض العدائية بعدة عمليات منها مطاردات سمك القرش، واستراتيجية أقرص الدواء المسمومة، ولنجاح عمليات الاندماج يمر الاندماج بعدة مراحل منها التحضيرية والمراحل التنفيذية.

هناك طريقتين للمعالجة المحاسبية لعمليات الاندماج هما طريقة توحيد المصالح، وطريقة الشراء، وقد تم التخلي على طريقة توحيد المصالح ثم الاحتفاظ بطريقة الشراء كطريقة وحيدة للمعالجة المحاسبية لعمليات الاندماج.

الفصل الثالث:

دراسة حالة اندماج بين

البنوك خلال الأزمة

المالية العالمية لسنة

2008

تمهيد

لقد أدت الأزمة العالمية لسنة 2008 إلى تسريع عمليات الاندماج بشكل ملحوظ وخاصة في القطاع المصرفي، ومن أبرز تداعيات الأزمة المالية العالمية التي بدأت في سوق الرهن العقاري الأمريكي في سبتمبر إفلاس أربع أكبر بنك استثمار أمريكي ليمان يرادرز وبنك ميونشل عام 2008 ويمثل إفلاس البنكين أكبر حالات إفلاس في تاريخ الاقتصاد الأمريكي، وتعد الصعوبات التي واجهت ثالث أكبر بنك استثمار أمريكي ميربل لنش دلالا واضحا على عمق الأزمة إذ قام بنك أوف أمريكا بشرائه بمبلغ 50 مليار دولار أمريكي.

تعد المخاطر التي تواجه البنوك من المواضيع التي تحظى باهتمام واسع من قبل الباحثين والمختصين في القطاع البنكي وذلك نتيجة لأزمة الرهن العقاري 2007 والتي لا تزال آثارها السلبية إلى يومنا هذا فالمخاطر التي تواجه البنوك وخاصة القروض هي مخاطر تؤدي إلى الإخيار، وفي هذا الفصل سيتم التطرق إلى العناصر التالية:

المبحث الأول: المخاطر البنكية.

المبحث الثاني: عمليات الاندماج خلال الأزمة المالية.

المبحث الثالث : عرض تجربة الاندماج بين بنك (jp Morgane Chase & Go) و بنك (Bear Stears) و بنك واشنطن متشوال.

المبحث الأول: المخاطر البنكية

لكل بنك درجة معينة من المخاطر تختلف باختلاف نشاطه الرئيسي وكذا في نفس النشاط، ومن المهم في هذا المبحث أن نتعرف على المفاهيم المختلفة التي تحيط بالمخاطر البنكية من تعاريف وعوامل كانت سببا في حدوثها وكذا أنواعها المختلفة وكذلك قياسها. وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- مفهوم المخاطر البنكية

- تصنيف المخاطر البنكية

- قياس المخاطر البنكية

المطلب الأول : مفهوم المخاطر البنكية

إن المخاطر التي تعصف بالنظام البنكي كثيرة ومتنوعة لذا كان لزاما على المهتمين بالجمال البنكي أن يحددوا مفهومها وأسباب زيادتها. وسيتم تناول هذا المبحث وفق الخطة التالية:

أولاً: تعريف المخاطر البنكية.

ثانياً: أسباب زيادة المخاطر البنكية.

ثالثاً: مصادر المخاطر البنكية.

أولاً: تعريف المخاطر البنكية

قبل التعرض لمختلف تعاريف المخاطر المصرفية يجدر بنا الإشارة إلى تعريف الخطر لغة واصطلاحاً.

1- مفهوم الخطر لغة

إن كلمة خطر هي مستوحاة من المصطلح اللاتيني (Resca) أي (Risque) والذي يدل على الارتفاع في التوازن وحدوث نظير ما مقارنة مع ما كان منتظرا والانحراف المتوقع¹.

¹ عبدلي لطيفة، "دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته SCIS سعيدة -"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص إدارة الأفراد وحوكمة الشركات، جامعة تلمسان، 2011 / 2012، ص: 2.

2- اصطلاحا

يعرّف الخطر على أنه الخسائر المادية المختلفة والخسائر المعنوية التي يمكن قياسها نتيجة لوقوع حادث معين مع الأخذ في الاعتبار جميع العوامل المساعدة لوقوع الخسارة¹.

المخاطرة (Risk) قد تنشأ عن حالة عدم التأكد (uncertainty) المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار².

3- مفهوم المخاطر المصرفية: هناك العديد من التعاريف تتمثل في:

- احتمالية تعرض البنك إلى خسارة غير متوقعة وغير مخطط لها أو تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين³.

- عدم انتظام العوائد وتذبذب قيمتها أو نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية⁴.

إذ يمكن القول بأن المخاطر المصرفية هي الخسائر المادية أو المعنوية التي يتكبدها البنك نتيجة لقيامه بنشاط معين يتصف بعدم انتظام وتذبذب عوائده نظرا لحالة عدم التأكد من نتائجه.

ثانيا: أسباب زيادة المخاطر البنكية

يرجع السبب في زيادة المخاطر في القطاع المصرفي إلى العوامل التالية⁵:

- زيادة الضغوط التنافسية مما أدى لتشجيع الميل إلى المخاطرة لتحقيق أقصى عائد على رأس المال المستثمر وكسب أكبر حصة ممكنة في السوق؛

¹ أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، "إدارة المخاطر والتأمين"، دار الحامد، الأردن، 2007، ص: 22.

² محمد مطر، "إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)"، ط3، دار وائل، عمان، 2004، ص: 22.

³ بوقرة رابح وحسن بلمحوز، "إدارة المخاطر المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ميلة، ص: 2.

⁴ هبال عادل، "إشكالية القروض المتعثرة دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2011-2012، ص: 32.

⁵ أسامة قاسمي، حمزة فيلاي، "المخاطر المصرفية ومنطلقات تسييرها في البنوك الجزائرية وفقا لمتطلبات لجنة بازل"، المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر المالية وانعكاساتها على اقتصاديات دول العالم، يومي 12، 13 ديسمبر 2011، ص: 2.

- اتساع أعمال البنوك خارج الميزانية وتحويلها من الأعمال التقليدية إلى أسواق المال مما أدى إلى تعرضها إلى أزمات السيولة، بالإضافة إلى مخاطر السوق الأخرى وتقلبات الأسعار والتضخم؛
- التغيرات الهيكلية التي شهدتها الأسواق المصرفية والمالية في السنوات الأخيرة نتيجة للتحرر من القيود على حركة رؤوس الأموال؛
- تزايدت المخاطر بأشكالها المتنوعة التي تواجه عمل البنوك لتضم العديد من أنواع المخاطر التي لم تكن محل اهتمام من قبل.

ثالثاً: مصادر المخاطر البنكية

المخاطر البنكية ترجع إلى مصدرين هما:

- 1-المخاطر النظامية:** يطلق عليها المخاطر العامة وهي تؤثر بشكل مباشر على النظام المصرفي ككل لأنها مرتبطة بحالة عدم التأكد والتنبؤ الدقيق بما يستجد من أحداث وتطورات مستقبلية نتيجة عوامل يصعب التحكم فيها، مثل زيادة حدة التطعيم والتوجه نحو العملة المصرفية، بالإضافة إلى اشتداد المنافسة ما بين البنوك، وهي تعني أن البنوك تتعرض لنوع من المخاطر بسبب مجموعة متغيرات هامة أدت إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها البنوك بشكل عام بحيث لا تتمكن أن تتجنبها لأنها وليدة عوامل يصعب التحكم فيها أو التنبؤ باحتمالات حصولها¹.
- 2-المخاطر غير النظامية:** وهي مخاطر خاصة لارتباطها بالمخاطر الداخلية للبنك، ويمكن تجنب هذا النوع من المخاطر بالتنوع في المحفظة الاستثمارية للبنك.

¹ حمزة محمد النريدي، "إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني"، مؤسسة الوراق، عمان، 2002، ص: 167.

المطلب الثاني: تصنيف المخاطر المصرفية

يمكن تصنيف المخاطر المصرفية إلى مخاطر مالية ومخاطر غير مالية، وستناول في هذا المطلب هذا التصنيف كما يلي:

أولاً: المخاطر المالية.

ثانياً: المخاطر غير المالية.

ثالثاً: مخاطر الإفلاس.

أولاً: المخاطر المالية

1- المخاطر الائتمانية: تتعلق المخاطر الائتمانية دائماً بالقروض أو الكشف على الحساب أو أي تسهيلات ائتمانية تقدم للعملاء، تنجم هذه المخاطر عادة عندما يمنح المصرف العملاء قروضا واجبة السداد في وقت محدد في المستقبل وبفشل العميل في الوفاء بالتزاماته بالدفع وقت حلول موعد إرجاع القروض، أو عندما يفتح البنك خطاب اعتماد مستندي لاستيراد بضائع نيابة عن العميل في توفير المال الكافي لتغطية البضائع حين وصولها¹.

تعتبر القروض من أكبر مخاطر الائتمان وأكثرها وضوحاً التي تواجه البنوك².

2- مخاطر السوق: تنشأ مخاطر السوق للتغيرات المفاجئة في أحوال السوق حيث تتأثر البنوك بذلك التغير³، وتنقسم هذه المخاطر إلى⁴:

لـ **مخاطر أسعار الفائدة:** وهي المخاطر الناتجة عن تعرض البنك للخسائر نتيجة تحركات معاكسة في أسعار الفوائد في السوق والتي قد يكون لها الأثر على عائداته والقيمة الاقتصادية لأصوله.

لـ **مخاطر تقلبات أسعار الصرف:** وهي ناتجة عن التعامل بالعمولات الأجنبية وحدوث تدبدب في أسعار العملات الذي يقتضي المما كمالاً ودراسات وافية عن تقلبات الأسعار.

¹ محمد عبيد الفتاح الصيرفي، "إدارة البنوك"، دار المناهج، الأردن، 2006، ص: 66.

² مهند حنا، نكولا عيسى، "إدارة مخاطر المحافظ الائتمانية"، دار الرابطة، عمان، 1، 2010، ص: 70.

³ محمد عبد الفتاح الصيرفي، مرجع سابق، ص: 66.

⁴ عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالطباعة الإسلامية الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية"، العدد 08، 2012، ص: 13.

للمخاطر السيولة: تتعرض البنوك من حين لآخر إلى سحبيات مفاجئة من قبل المودعين لأسباب خاصة بهم ولا بد للبنوك أن تحتاط لمثل هذه السحبيات إما الاحتفاظ باحتياطي في شكل نقد أو ودائع لدى بنوك ومؤسسات أخرى والاحتفاظ بموجودات عالية السيولة والتي يمكن تحويلها بسرعة إلى نقد¹.

ثانيا: المخاطر غير المالية

1- مخاطر التشغيل: تنشأ هذه المخاطر عند ممارسة البنك لنشاطاته المختلفة التي ينتج عنها أنواع مختلفة من الأخطاء منها البشرية التي تكون بسبب عدم كفاءة التدريب على أساليب العمل، ومنها الفنية التي تحدث نتيجة لأعطاب أجهزة الحاسوب أو أجهزة الاتصالات الأخرى المختلفة ومنها الأخطاء المتعلقة بالعمليات، ولقد عرفت لجنة بازل بأنها "مخاطر الخسارة الناتجة عن ملاءمة أو فشل العمليات الداخلية أو الأفراد أو المنظمة"².

2- المخاطر القانونية: هي المخاطر التي قد يتعرض لها البنك من جراء نقص أو قصور في مستنداته مما يجعلها غير مقبولة قانونياً، وقد يحدث هذا القصور سهواً عند قبول مستندات ضمانات من العملاء والتي يتضح لاحقاً أنها غير مقبولة لدى المحاكم³، ويأتي في مقدمة المخاطر القانونية القوانين التي تفرضها البنوك المركزية المتعلقة بنسب السيولة والاحتياطي القانوني ونسب الإئتمان المسموح به، كما أن المخاطر القانونية ترتبط بعدم وضوح العقود المالية موضع التنفيذ، أي أنها ترتبط بالنظام الأساسي والتشريعات والأوامر الرقابية التي تحكم الالتزام بالقيود والصفقات⁴.

3- المخاطر الاستراتيجية: هي تلك المخاطر الحالية والمستقبلية التي يمكن أن يكون لها تأثير على إيرادات البنك وعلى رأس ماله نتيجة لاتخاذ قرارات خاطئة أو التنفيذ الخاطئ للقرارات وعدم التجاوب المناسب مع التغيرات في القطاع المصرفي⁵.

¹ عبد المنعم، السيد علي وتزار، سعد الدين العبي، "النقد والمصارف والأسواق المالية"، دار الحامد، الأردن، 2004، ص: 295.

² شقيري موسى وآخرون، "إدارة المخاطر"، دار المسيرة، الأردن، 2012، ص: 327.

³ محمد عبد الفتاح الصيرفي، مرجع سابق، ص: 67.

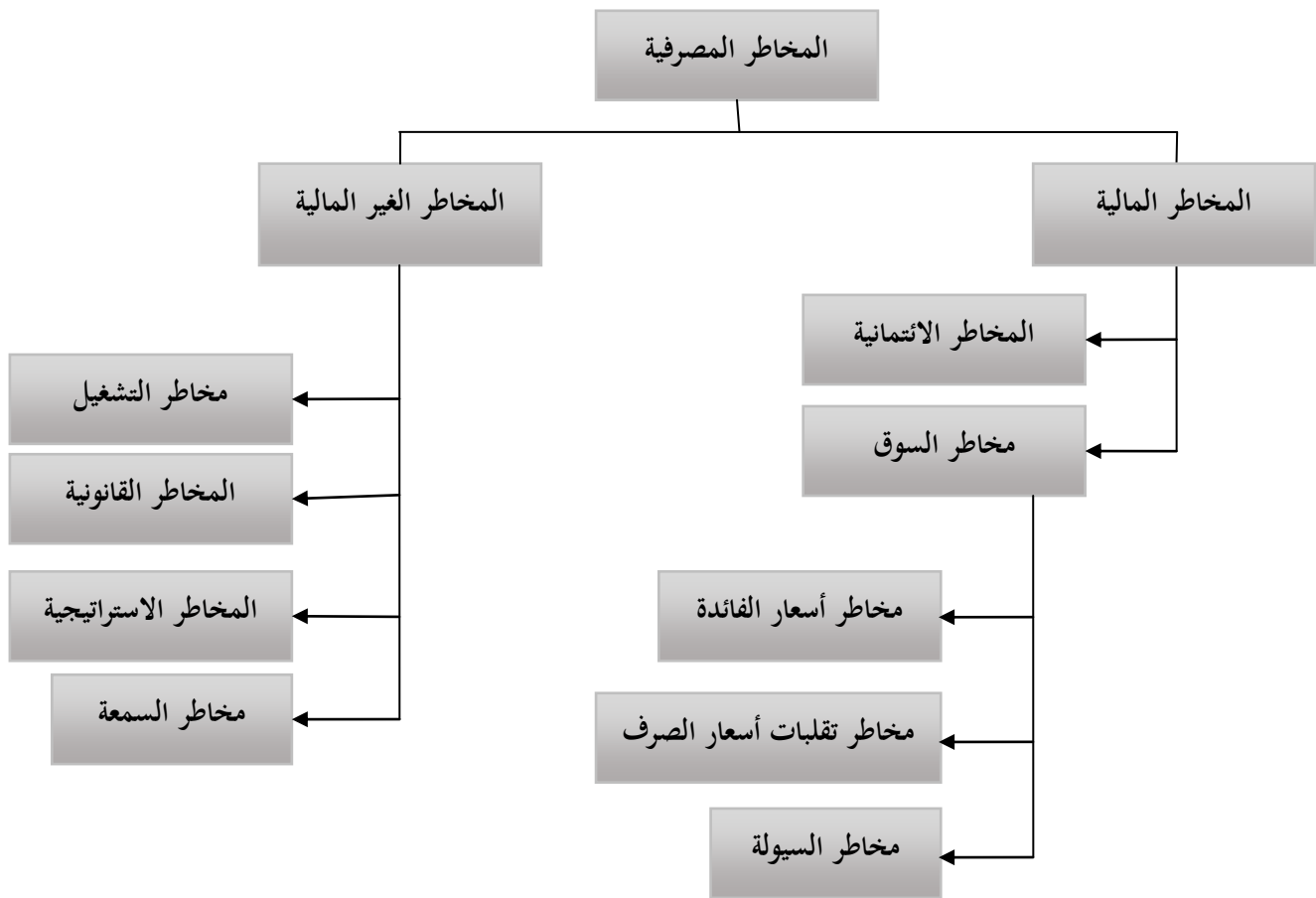
⁴ شقيري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص: 237.

⁵ نفس المرجع السابق، ص: 227.

4- مخاطر السمعة: تنتج مخاطر السمعة عن الآراء العامة السلبية المؤثرة والتي ينتج عنها خسائر كبيرة للعملاء أو الأموال، حيث تتضمن الأفعال التي تمارس من قبل إدارة البنك أو موظفيه والتي تعكس صورة سلبية عن البنك وأدائه وعلاقاته مع عملائه والجهات الأخرى كما أنها تنجم عن ترويج إشاعات سلبية عن البنك ونشاطه¹.

من خلال التقسيم الذي اتبعناه في تصنيف المخاطر المصرفية يمكن ترجمة ما سبق في الشكل التالي:

الشكل رقم (46): أنواع المخاطر المصرفية



المصدر: من إعداد الطالب

¹ نصر عبد الكريم ومصطفى أبو صلاح، "المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل 2 -دراسة إلى طبيعتها وسبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين-"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس، يومي 4/5 جويلية 2007، الأردن، ص: 12.

ثالثا: مخاطر الإفلاس

يتعلق الأمر ببقاء المؤسسة البنكية، وهو خطر يدرس في الأخير لأنه يصفه عامة هو نتيجة اضطراب خطرا أو أكثر من الأخطار السابقة ومع ذلك البنك لم يتخذ إجراءات احترازية.

كما نستطيع أن نثبت أن إفلاس بنك ما يبدأ عادة في السيولة لأنه بمجرد الأسواق تبدأ بتحدي أو مواجهة مؤسسة على الثقة أو الوفاء على معلومات مدققة أولا على الخسائر المرتقبة هذا لا يعد بالإمكان بعد إرجاع الأموال وتحليل هذا الخطر يعتمد على الكثير من العوامل¹.

المطلب الثالث: قياس المخاطر البنكية

تعتبر المخاطر المالية الأكثر خطورة على البنوك فهي تشكل عنصر مهم في عملية إدارة المخاطر لما ينتج عنها من خسائر مادية تؤدي إلى عجز وفشل البنوك في مهمتها كوسيط مالي ولهذا فلا بد من البحث عن محددات هذه المخاطر وأساليب لقياسها وتقييمها ومحاولة تغطيتها:

أولا: مؤشرات قياس المخاطر

هناك العديد من المؤشرات التي تقيس المخاطر ويكمن ذكر أهمها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(32): أهم مؤشرات قياس المخاطر البنكية

نوع المخاطر	المؤشرات المستخدمة في القياس
مخاطر الائتمان	- صافي أعباء القروض / إجمالي القروض - مخصص الديون المشكوك في تحصيلها / إجمالي القروض غير المنظمة - مخصص الديون المشكوك في تحصيلها / القروض التي استحققت ولم تسدد - الأوراق المالية (غير حكومية) / إجمالي الأصول - الاحتياطي السنوي لخسائر القروض / إجمالي القروض

¹ موسى عمر مبارك أبو محمد ، "مخاطر صيغ التمويل الاسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال المصارف الاسلامية من خلال معيار بازل 2"، أطروحة دكتوراة، الأكاديمية العربية للعلوم المالي المصرفية، 2008، ص: 21.

- مخصصات خسائر القروض/ إجمالي القروض.	
- إجمالي حقوق الملكية/ إجمالي الأصول - الودائع الأساسية/ إجمالي الأصول - الخصوم المنقولة/ إجمالي الأصول - الاستثمارات المالية بطرق المتاجرة/ إجمالي الأصول - صافي القروض/ إجمالي الأصول - الاستثمارات المالية قصيرة الأجل/ إجمالي الودائع - سلم الاستحقاق.	مخاطر السيولة
- الأصول الحساسة اتجاه سعر الفائدة/ إجمالي الأصول - الخصوم الحساسة اتجاه سعر الفائدة / إجمالي الخصوم - الأصول الحساسة-الخصوم الحساسة	مخاطر أسعار الفائدة
- المركز المفتوح في كل عملية/ القاعدة الرأسمالية - إجمالي المراكز المفتوحة/ القاعدة الرأسمالية	مخاطر أسعار الصرف
- إجمالي الأصول/ عدد العمال - مصاريف اليد العاملة/ عدد العمال - صافي الدخل/ عدد العمال	مخاطر التشغيل
- إجمالي حقوق المساهمين/ إجمالي الأصول - الشريحة الأولى من رأس المال/ الأصول الخطرة - القاعدة الرأسمالية/ الأصول الخطرة - إجمالي حقوق الملكية/ إجمالي الودائع - إجمالي حقوق الملكية/ الأصول الخطرة	مخاطر رأس المال

- إجمالي حقوق الملكية/ الأصول الخطرة - توزيعات الأرباح النقدية/ صافي الدخل - معدل النمو في الشريحة الأولى لرأس المال	
---	--

المصدر: طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 239.

* الأصول الخطرة أو ذات المخاطرة = الأوراق التجارية المحصومة + القروض والسلفات + الأوراق المالية غير حكومية.

* الأصول المتقلبة (الأصول الحساسة تجاه سعر الفائدة) = استثمارات مالية قصيرة الأجل + القروض ذات معدل الفائدة المتغير بجميع أنواعها.

* الخصوم المتقلبة = ودائع الطلب + ودائع قصيرة الأجل وودائع التوفير + القروض.

* المؤشرين الأخيرين من مؤشرات قياس مخاطر الائتمان يفصحان عن كيفية استعداد البنك لمواجهة خسائر القروض من خلال بناء احتياطات خسائر القروض.

الجدول رقم (33): الأساليب الحديثة لقياس وإدارة المخاطر المالية في البنوك

المخاطر المالية	المقاييس التقليدية	المقاييس المتقدمة	أساليب (طرق) إدارة المخاطر
مخاطر الائتمان	1. متوسط القروض/ الأصول. 2. القروض غير المسددة/ إجمالي الخسائر 3. خسائر القروض/ إجمالي الخسائر 4. احتياطي خسائر القروض	1. درجة تركيز القروض. 2- معدل نمو القروض. 3- معدلات الإقراض المرتفعة. 4- الاحتياطات/ القروض غير المسددة.	1. تحليل الائتمان 2- توثيق الائتمان. 3. رقابة الائتمان. 4- تقييم خاص للمخاطر الائتمانية.
مخاطر السيولة	1. القروض/ الودائع. 2. الأصول السائلة/ الودائع.	1. الأموال المشتراة. 2. تكاليف الإقراض.	1. خطة السيولة. 2. خطة سيولة للطوارئ.

		3. الأصول السائلة. 4. الاقتراض/ الودائع	3. نموذج التكلفة أو التغير 4. تطوير مصادر التمويل
مخاطر سعر الفائدة	1- الأصول الحساسة لسعر الفائدة/الخصوم الحساسة 2. الفجوة	1. الأصول الخطرة المعدلة/ حق الملكية 2. النمو في الأصول بالمقارنة	1. تخطيط السيولة 2. سياسة لتوزيع الأرباح 3. ملائمة رأس المال

المصدر: نادية أبو فخرة، تحليل المخاطر المصرفية في البنوك التجارية المصرية، نموذج تجريبي، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، 1998، ص: 236.

ثانيا: الأسلوب الكمي (الأساليب الإحصائية)

كما رأينا سابقا في الأسلوب البياني حيث يعطينا فكرة عن حجم المخاطر التي يتضمنها التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري إلا أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق لحجم هذه المخاطر لدى من الأفضل استخدام أساليب كمية يمكننا من إجراء قياس دقيق للمخاطر فهي تقيس درجة المخاطر في قيمة التدفقات النقدية أو قياس درجة حساسيتها اتجاه التغيرات التي تحدث في تدفقات أخرى ومن أهم الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المالية نجد:

1- المدى: يمثل الفرق بين القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية أو المتغير المالي موضع الاهتمام، ويعتبر من أبسط مقاييس التشتت، وكذا درجة المخاطر، حيث كلما زادت مقيماته كان ذلك مؤشرا على ارتفاع درجة أو مستوى مخاطر التدفقات النقدية عن القيمة المتوسطة لها، ويقاس كما يلي:

$$\text{المدى المشروع} = \text{العائد الأحسن} - \text{العائد الأسوأ}$$

و منه لدينا: المدى المشروع (أ) $2000 - 1000 = 1000$ دينار.

المدى المشروع (ب) $3000 - 0 = 3000$ دينار.

وطالما أن المدى (أ) أقل من المدى (ب) فإن درجة تشتت تدفقات المشروع (أ) ودرجة الخطر المتعلقة به أقل من نظيرتها في المشروع (ب). ورغم تساوي التدفقات النقدية لكلا المشروعين فإن المشروع (أ) هو الأفضل لأنه أقل خطرا.

ومن جهة أخرى يعتبر هذا الأسلوب (المدى) له نقائص ويعاب عليه لأنه لا يستخدم كافة المعلومات المتاحة عن التدفقات النقدية فهو يقتصر على استخدام قيمتين فقط وهما أعلى قيمة وأقل قيمة. كذلك يتجاهل احتمالات تحقق التدفقات النقدية ما يجعله غير دقيق لقياس المخاطر.¹

2- التوزيعات الاحتمالية: هي أداة كمية أكثر تفصيلاً من المدى لأنها تقوم بتتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقع أن تحدث في ظل الأحداث الممكنة بالإضافة لذلك تقوم بتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من مفاضلة بينها، وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر.²

3- الانحراف المعياري: يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للخطر وهو أكثر دقة من المدى لأنه يأخذ في الحسبان كافة المعلومات عن التدفقات النقدية واحتمال حدوثها أيضاً.

وهو يقيس مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس انحراف عائد الاستثمار عن الوسط الحسابي له ويعتبر مقياس كمي مطلق للمخاطر.

4- معامل الاختلاف: وهو مقياس نسبي لدرجة التشتت أو المخاطر، فهو يقيس مخاطر الاستثمار على ضوء العائد المتوقع أي ينسب المخاطر إلى العائد.

كذلك يمكن أن تظهر بعض المشكلات في استخدام الانحراف المعياري، وذلك قد يكون لمشروعين نفس الانحراف، وبالتالي يتساوى المشروعين في درجة الخطر وهذا غير منطقي، لدى لتجنب الإشكال نستخدم معامل الاختلاف كمقياس عوضاً عن الانحراف المعياري فهو يعطينا نسبة الخطر لكل وحدة عائد على الاستثمار.

ويستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة وكذا في تقييم الخطر في المشروعات الفردية.³

¹ عاطف وليد أندراوس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص: 332.

² محمد علي محمد علي، "إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية"، (مدخل تعظيم القيمة)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، القاهرة، 2005، ص: 14.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون، "الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)"، مكتب الجامعي الحديث، 2009، ص: 131.

ويتميز معامل الاختلاف بأنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح عند تقديره للخطر. وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى المخاطر.¹

5- معامل بيتا: هو مقياس لمدى حساسية ودرجة تقلب أسعار أو عائد الورقة المالية (سهم معين) للتقلبات في عائد محفظة السوق والتي تدل عن تقلب السوق ككل، تعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية ومعدل عائد السوق.

ثالثا: أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية

1-النسب المالية

التحليل بواسطة النسب من أهم الطرق التي تسمح للبنك بتشخيص وتقييم وضعية المؤسسة، ويوجد عدد من النسب المالية واستعمالها يتوقف على نوعية القروض المطلوبة ومدى تحليلها للأخطار، ويمكن تصنيف هذه النسب كما يلي: نسب الهيكل المالية، نسب السيولة، نسب النشاط، ونسب المردودية.

1/ نسب الهيكل المالي: وتشكل من جملة من النسب أهمها:

1/ أ- نسبة رأس المال العامل

وتعطى بالعلاقة التالية: $\text{نسبة رأس المال العامل} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$

تقيس هذه النسبة مدى تغطية الأصول الثابتة بالأموال الدائمة:

■ إذا كانت هذه النسبة أكبر من 1، فمعنى ذلك أن الأموال الدائمة تغطي كل الأصول الثابتة، وأن رأس المال العامل موجب.

■ إذا كانت هذه النسبة أقل من 1، فمعنى ذلك أن الأموال الدائمة لا تغطي كل الأصول الثابتة، وأن رأس المال العامل سالب.

1/ ب- نسبة الاستقلالية المالية

وتعطى بالعلاقة التالية: $\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$

¹ عاطف وليد أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص: 340.

تسمح هذه النسبة بمعرفة حالة المديونية للمؤسسة، ومن ثم معرفة مدى استقلالية قراراتها، ويستحسن أن تكون أكبر أو تساوي 0.66 وهذا يترجم قدرة المؤسسة على تسديد ديونها أو الاقتراض من جديد.

1/ ج- نسبة التمويل الخارجي

وتعطى بالعلاقة التالية: $\text{نسبة التمويل الخارجي} = \frac{\text{الديون}}{\text{الأصول}}$

تعبر هذه النسبة على مستوى التمويل الخارجي للمؤسسة، أي مدى لجوئها للخارج لتغطية تكاليفها، ويستحسن أن تكون هذه النسبة أقل أو تساوي 0.5.

2/ نسبة السيولة: تقوم هذه النسب بقياس المؤسسة على الوفاء بديونها في الآجال القصيرة، ونميز بين نسب، وهي:

2/ أ- نسبة السيولة المحدودة

وتعطى بالعلاقة التالية:

$\text{نسبة السيولة المحدودة} = (\text{القيم المحققة} + \text{القيم المتاحة}) / \text{الديون قصيرة الأجل}$

تمكّن هذه النسبة من قياس حصة الديون قصيرة الأجل التي يمكن الوصول إليها، باستعمال القيم المحققة والقيم المتاحة.

2/ ب- نسبة السيولة العامة

تحسب وفقا للعلاقة التالية: $\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$

تسمح بإبراز مدى تغطية الديون قصيرة الأجل بالأصول المتداولة، فإذا كانت هذه النسبة أكبر من 1، يعني وجود هامش أمان كاف، أي رأس المال العامل موجب.

2/ ج- نسبة السيولة الفورية

تحسب بالعلاقة التالية: $\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$

تعبر هذه النسبة عن مدى إمكانية المؤسسة على مواجهة الفورية لديونها القصيرة الأجل، باستعمال قيمها الجاهزة.

3/ نسب النشاط: تهدف هذه النسب إلى تحديد سرعة دوران بعض القيم مثل: المخزونات، الحقوق والديون، وذلك بالاعتماد على ما يلي:

3/ أ- نسبة دوران المخزون

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة دوران المخزونات} = \text{رقم الأعمال} / \text{المخزون المتوسط للمنتجات النهائية}$$

وتمثل هذه النسبة عدد المرات التي يدور فيها المخزون في السنة، فإذا كان الدوران سريعاً، فإن المؤسسة حققت مبيعات لمنتجاتها، وهي بذلك تتوفر على سيولة وبالتالي فهي لا تمثل خطر عدم التسديد بالنسبة للبنك.

3/ ب- نسبة دوران الزبائن

وتحسب بالعلاقة التالية: $\text{نسبة دوران الزبائن} = (\text{حقوق الزبائن} + \text{أوراق القبض}) / \text{رقم الأعمال}$

3/ ج- نسبة دوران الموردين:

وتحسب بالعلاقة التالية: $\text{نسبة دوران الموردين} = (\text{ديون الموردين} + \text{أوراق الدفع}) / \text{المشتريات}$

وتبين النسبتان الأخيرتان على التوالي: المدة اللازمة لتحصيل ما للمؤسسة من ديون، والمدة الممنوحة لها لتسديد ما عليها من ديون، ومن الأحسن أن تكون هذه الأخيرة أكبر من الأولى، لكي لا تقع المؤسسة في عجز أمام تسديد ديونها، ومن جهة أخرى حتى تستفيد من الفارق بين المدينين بالمبلغ الذي يعتبر تمويلاً خارجياً إضافياً بدون فوائد.

4/ نسب المردودية (الربحية): ويمكن التمييز بين النسب التالية:

4/ أ- نسبة المردودية الاقتصادية

وتحسب وفقاً للعلاقة التالية: $\text{نسبة المردودية الاقتصادية} = \text{الربح الصافي} / \text{مجموع الأصول}$

وهي تقيس فعالية المؤسسة في استعمال مواردها.

4/ ب- نسبة المردودية المالية:

وتحسب وفقاً للعلاقة التالية: $\text{نسبة المردودية المالية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$

وهي تسمح بمعرفة قدرة المؤسسة على إيجاد رؤوس أموال جديدة، فإذا كانت كبيرة فهذا يمكن من إيجاد رؤوس أموال جديدة.

4/ ج- نسبة المردودية الصافية للاستغلال

وتحسب بالعلاقة التالية:

نسبة المردودية الصافية للاستغلال = نتيجة الاستغلال / رقم الأعمال بدون ضريبة

تقوم هذه النسبة بقياس المؤسسة على الربح حتى بعد خصم كل تكاليف الاستغلال.

وبشكل عام فيما يتعلق بالتشخيص المالي للمؤسسة (موضوع الاقتراض من البنك)، بناء على الوثائق المالية والمحاسبية، فإن البنك يركز على نسب معينة ذات العلاقة بالنواحي التالية:¹

▪ الهيكل المالي للمؤسسة.

▪ القدرة على الوفاء والاستدانة للمؤسسة.

▪ السيولة لدى المؤسسة.

▪ مردودية نشاط المؤسسة.

جدول رقم (34): أهم النسب المستخدمة في التحليل المالي للعمليات

النسبة	البسط	المقام
1- نسب الهيكلية "الوضعية"		
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة	الأصول الثابتة الصافية
نسبة التمويل الذاتي	الأموال الخاصة	الأصول الثابتة الصافية
نسبة الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة	القروض
نسبة قابلية السداد	الأموال الخاصة	المديونية الإجمالية
التمويل عن طريق FR	رأس المال العامل الصافي	الأصول المتداولة

¹ بوعترس عبد الحق، "الوجيز في البنوك التجارية"، دون دار نشر، قسنطينة، الجزائر، 2000، ص: 76.

المخزونات	رأس المال الصافي	نسبة تغطية المخزونات ب FR
		2- نسب السيولة
مجموع الأصول	الأصول المتداولة	نسبة سيولة الأصول
ديون قصيرة الأجل	الأصول المتداولة	نسبة السيولة العامة
ديون قصيرة الأجل	قيم للتحقيق + المتاحات	نسبة السيولة النسبية
ديون قصيرة الأجل	المتاحات	نسبة الخزينة الفورية
		3- نسبة النشاط "التسيير"
تكلفة شراء البضائع المباعة	المخزون الوسيطى للبضائع	نسبة دوران المخزونات
سعر تكلفة المبيعات	المخزون الكلي	نسبة دوران المخزونات
مواد أولية مستعملة في المبيعات	المخزون الوسيطى للمواد الأولية	نسبة دوران المواد الأولية
سعر تكلفة المنتج التام المباع	المخزون الوسيطى للمنتجات التامة	نسبة دوران المنتجات التامة
المبيعات السنوية (T.T.C)	زيائن وأوراق القبض	نسبة دوران الحقوق
المشتريات السنوية (T.T.C)	موردون وأوراق الدفع	نسبة دوران الموردون
الأموال الخاصة	نتيجة الاستغلال	نسبة الأموال الخاصة
الاستثمارات الصافية	المبيعات السنوية (H.T)	نسبة استغلال الاستثمارات
الأصول المتداولة	المبيعات السنوية (H.T)	نسبة دوران الأصول المتداولة
		4- نسب المردودية
المبيعات السنوية (H.T)	طاقة التمويل الذاتي	نسبة طاقة التمويل الذاتي
المبيعات السنوية (H.T)	النتيجة الإجمالية الصافية	نسبة النتيجة الإجمالية الصافية
مجموع رأس المال العامل	رقم الاعمال الصافي	نسبة رأس المال المتداول
مجموع رأس المال الخاص	رقم الأعمال الصافي	نسبة رأس المال الخاص
الأموال الخاصة	النتيجة الصافية أو التمويل الذاتي	نسبة المردودية المالية

	الإجمالي	
الأموال الدائمة	نتيجة صافية + فوائد ومصاريف (قبل الضريبة)	نسبة المردودية الاقتصادية
الأموال الجماعية	الربح الصافي (قبل الضريبة)	نسبة مردودية الأموال الجماعية
الأموال الجماعية	أرباح الأسهم الموزعة	نسبة العائد المبين للأسهم
الربح الصافي المحاسبي	الربح الموضوع للتوزيع	نسبة دوران الأرباح

المصدر: خديش أحمد، سياسة منح القروض ودراسة خطر عدم التسديد، مذكرة الدراسات العليا المتخصصة في

البنوك، المدرسة العليا للتجارة، 1999، ص: 66.

المبحث الثاني: عمليات الاندماج خلال الأزمة المالية العالمية

عرفت عمليات الاندماج انتشارا واسعا في كل أنحاء العالم، سواء كان في فترات الانتعاش أو الركود، وخلال فترة أزمة 2008 اتجهت الشركات إلى هذه العمليات في كل الدول وبمختلف أنواعها، وسيتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

- عمليات الاندماج في الدول المتقدمة؛

- عمليات الاندماج في دول أخرى؛

- عمليات الاندماج حسب نوعها.

المطلب الأول: عمليات الاندماج في الدول المتقدمة

انطلقت عمليات الاندماج خلال فترة الأزمة المالية العالمية إلى كل الدول سواء على المستوى العالمي أو في السوق الأمريكي والأوروبي، وسنتناول في هذا المطلب عمليات الاندماج وفق ما يلي:

أولا : عمليات الاندماج على المستوى العالمي.

ثانيا : عمليات الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية.

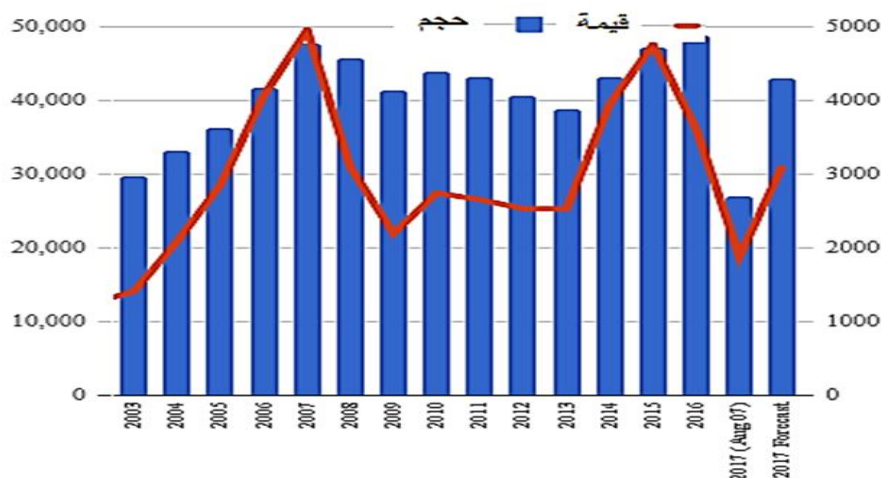
ثالثا: عمليات الاندماج في دول الاتحاد الأوروبي في ظل الأزمة المالية العالمية.

أولا : عمليات الاندماج على المستوى العالمي

عرفت عمليات الاندماج تطورا خلال الأزمة المالية العالمية على المستوى العالمي، والشكل التالي يوضح

ذلك:

الشكل رقم (47): عمليات الاندماج على المستوى العالمي



Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من خلال الشكل أن عمليات الاندماج على المستوى العالمي قد بلغت ذروتها سنة 2007، حيث قدر حجمها بـ 47849 صفقة وبلغت قيمتها 4960 مليار دولار، لتتخفّف إلى 45769 صفقة وبلغت قيمتها 3098 مليار دولار خلال سنة 2008، أما في سنة 2009 فقد تراجعت إلى 41296 صفقة بقيمة 2198، وخلال سنة 2010 قدر حجمها بـ 43931 صفقة بقيمة 2.751.

الجدول رقم (35): أهم عمليات الاندماج بين الشركات خلال الأزمة المالية العالمية على المستوى

السنة	الشركة المشترية	الشركة المستهدفة	قيمة الصفقة
2007	Shareholders	Philip Morris Intl Inc	107,65
2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98,19
2009	Pfizer Inc	Wyeth	67,29

العالمي (الوحدة: مليون دولار)

Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من خلال الجدول أن الشركة (Shareholders) قد قامت بشراء الشركة (Philip Morris Intl Inc) بمبلغ 107.65 مليون دولار وذلك بسنة 2007 وهي السنة نفسها التي قامت فيها الشركة (RFS Holdings BV) بشراء الشركة (ABN-AMRO Holding NV) بمبلغ قدره 98.19 مليون

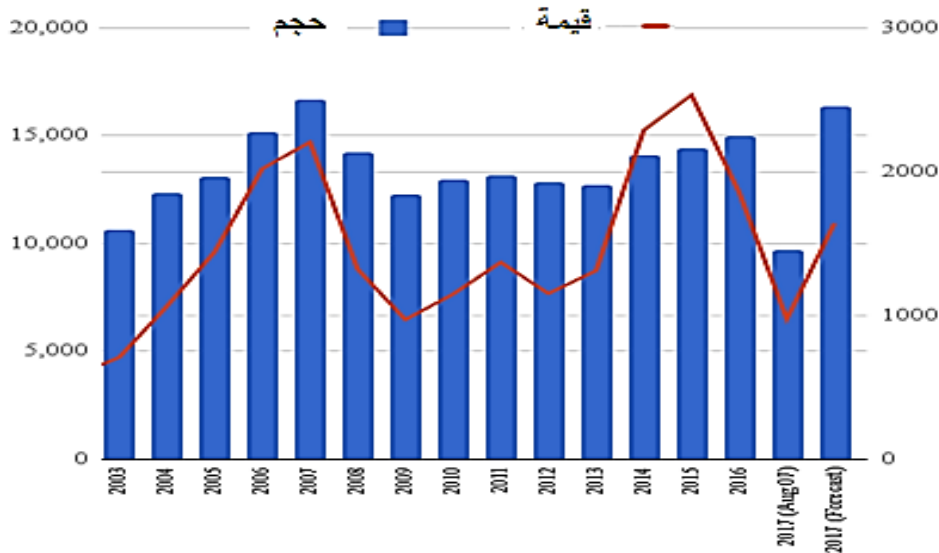
دولار، بينما في سنة 2009 قامت الشركة (Pfizer Inc) بشراء الشركة (Wyeth) بمبلغ 67.29 مليون دولار.

ثانيا : عمليات الإندماج في الولايات المتحدة الأمريكية

عرفت الولايات المتحدة الأمريكية موجة جديدة، أطلق عليها بالموجة السادسة، حيث تزامنت مع تداعيات الأزمة المالية التي أصابت الاقتصاد الأمريكي في بداية عام 2007.

والشكل التالي يوضح عمليات الإندماج بين الشركات في الولايات المتحدة.

الشكل رقم (48): عمليات الإندماج بين الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الأزمة



Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

تشير النتائج إلى أن عمليات الاندماج انخفضت بشكل ملحوظ في ظل استمرار الأزمة المالية، حيث بلغت قيمتها 2206 مليار دولار وحجمها 16678 صفقة في سنة 2007، لتتخفص قيمتها في سنة 2008 إلى 1342 مليار دولار، و972 مليار دولار سنة 2009، ثم بدأت بالتحسن خلال سنة 2010 لتصل إلى 12996 صفقة بقيمة 1150 مليار دولار.

والجدول التالي يوضح أهم الصفقات التي حدثت خلال الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.

الجدول رقم (36): أهم عمليات الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الأزمة (الوحدة: مليون دولار)

السنة	الشركة المشتري	الشركة المستهدفة	قيمة الصفقة
2007	Spin-off	Kraft Foods Inc	51
2008	InBev NV	Anheuser-Busch Cos Inc	52,18
2009	Pfizer Inc	Wyeth	67,29
2009	Vehicle Acq Holdings LLC	General Motors-Cert Assets	55,28
2011	Spin-off	Abbott Laboratories-Research	55,51

Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

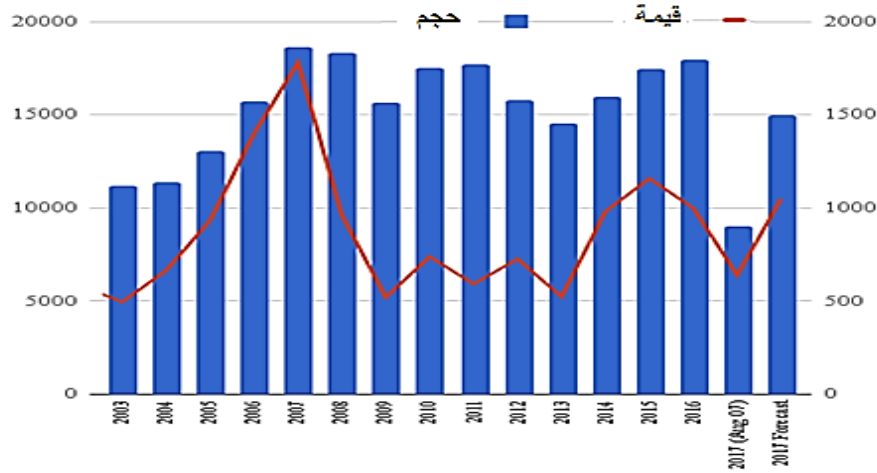
نلاحظ من خلال الجدول أن الشركة (Spin-off) قد قامت بشراء الشركة (Kraft Foods Inc) بمبلغ 51 مليون دولار وذلك بسنة 2007 وكذلك الشركة (Abbott Laboratories-Research) سنة 2011 بمبلغ 55,51 مليون دولار، بينما في سنة 2008 قامت الشركة (InBev NV) بشراء الشركة (Anheuser-Busch Cos Inc) بمبلغ قدره 52,18 مليون دولار، بينما في سنة 2009 قامت الشركة (Pfizer Inc) بشراء الشركة (Wyeth) بمبلغ 67.29 مليون دولار وفي نفس السنة قامت الشركة (Vehicle (Acq Holdings LLC) بشراء الشركة (General Motors-Cert Assets) بمبلغ قدره 55,28 مليون دولار .

ثالثاً: عمليات الإندماج في دول الإتحاد الأوروبي في ظل الأزمة المالية العالمية

لقد أدى انهيار سوق الرهن العقاري الثانوي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى حالة عدم الاستقرار لحكومات بلدان الإتحاد الأوروبي، مما دعا السلطات في تلك البلدان إلى تنفيذ مزيد من التدابير اللازمة للحفاظ على قوة الجهاز المصرفي فكان للمفوضية الأوروبية دور حيوي في تفعيل الرقابة على الاندماجات على المستوى الإقليمي خلال عامي 2008، 2009، وقد أدت تلك التدابير إلى انخفاض العدد النسبي لصفقات الاندماج¹. والشكل التالي يوضح ذلك:

¹ رمزي صبحي، مصطفى الجرم، مرجع سابق، ص: 181.

الشكل رقم (49): عمليات الإندماج في دول الاتحاد الأوروبي في ظل الأزمة المالية العالمية



Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من خلال الشكل أن عمليات الاندماج في دول الاتحاد الأوروبي قد تراجعت من حيث قيمتها، حيث وصلت قيمتها 1781 بليون أورو مقابل 18623 صفقة في سنة 2007، أما في سنة 2008 وصل حجمها 1781 صفقة بقيمة 960 بليون أورو، وفي سنة 2009 قدرت قيمتها 521 بليون أورو بحجم 15687 صفقة، وفي سنة 2010 بلغت قيمتها 739 بليون أورو بحجم 17512 صفقة.

والجدول التالي يوضح أهم الصفقات التي حدثت في الاتحاد الأوروبي خلال الأزمة المالية:

الجدول رقم (37): عمليات الاندماج في الاتحاد الأوروبي خلال الأزمة المالية العالمية (الوحدة: مليون

دولار)

السنة	الشركة المشتراة	الشركة المستهدفة	قيمة الصفقة
2007	Spin-off	Philip Morris Intl Inc	107.65
2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98.19
2008	InBev NV	Anheuser-Busch Cos Inc	52.18
2008	Roche Holding AG	Genentech Inc	46.69
2009	HM Treasury	Royal Bank of Scotland Group	41.88

Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من خلال الجدول أنه سنة 2007 قامت الشركة (Spin-off) بشراء الشركة (Philip Morris Intl Inc) بمبلغ 107.65 مليون دولار كما قامت الشركة (RFS Holdings BV) في نفس السنة بشراء الشركة (ABN-AMRO Holding NV) بمبلغ قدره 98.19 مليون دولار، بينما في سنة 2008 قامت الشركة (InBev NV) بشراء الشركة (Anheuser-Busch Cos Inc) بمبلغ قدره 52,18 مليون دولار، وفي نفس السنة قامت الشركة (Roche Holding AG) بشراء الشركة (Genentech Inc) بمبلغ قدره 46.69 مليون دولار، بينما في سنة 2009 قامت الشركة (HM Treasury) بشراء الشركة (Royal Bank of Scotland Group) بمبلغ 41.88 مليون دولار.

المطلب الثاني: عمليات الاندماج في دول أخرى

تسارعت عمليات الاندماج بصورة غير مسبقة في دول آسيا والشرق الأوسط قبل الأزمة المالية العالمية، إلا أن الأزمة المالية العالمية قد أثرت عليها في هذه الدول.

وللتعرف على هذه العمليات في هذه الدول سيتم التطرق في هذا المطلب إلى العناصر التالية:

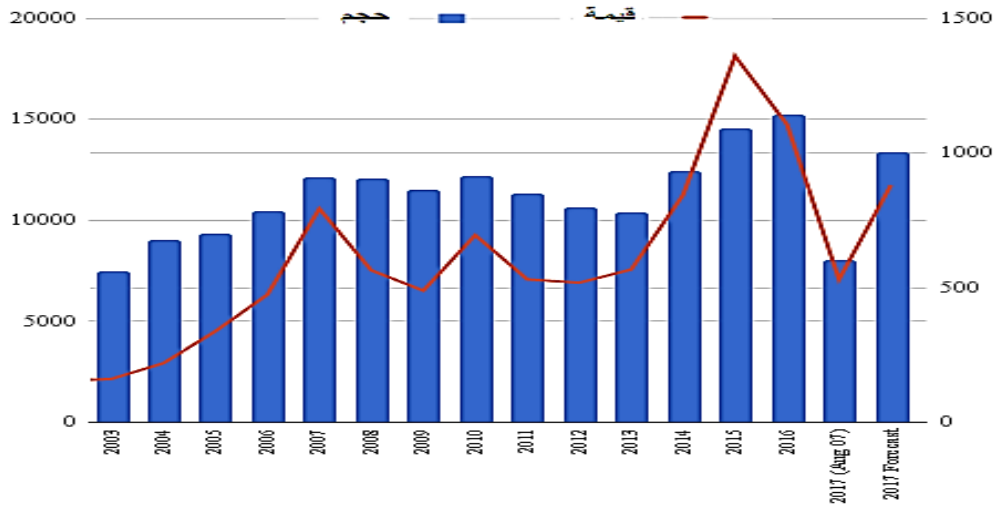
أولاً: عمليات الاندماج في دول آسيا

ثانياً: عمليات الاندماج في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

أولاً: عمليات الاندماج في دول آسيا

لم تكن دول آسيا بمنأى عن الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي، الشكل التالي يوضح نشاط عمليات الاندماج في دول آسيا خلال الأزمة المالية .

الشكل رقم (50): عمليات الإندماج في دول آسيا



Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من خلال الشكل أن عمليات الاندماج في دول آسيا مستمرة رغم الأزمة المالية، حيث قدرت قيمتها في سنة 2007 ب 794 مليار دولار بحجم 12112 صفقة، لتتراجع قيمتها إلى 565 مليار دولار بحجم 11539 صفقة سنة 2008، أما في سنة 2009 قدرت قيمتها 489 مليار دولار وحجمها 11539 صفقة، وفي سنة 2010 ارتفعت قيمتها إلى 695 مليار دولار وحجمها إلى 12223 مليار دولار.

والجدول التالي يوضح أهم عمليات الإندماج في آسيا:

الجدول رقم (38): أهم عمليات الإندماج في آسيا (الوحدة: مليون دولار)

السنة	الشركة المشتري	الشركة المستهدفة	قيمة الصفقة
2007	Spin-off	SK Corp-Petrochemical Business	17
2007	Wesfarmers Ltd	Coles Group Ltd	15,3
2007	Vodafone Group PLC	Hutchison Essar Ltd	12,7
2008	China Unicom Ltd	China Netcom Grp(HK)Corp Ltd	25,4
2008	Westpac Banking Corp	St George Bank Ltd	17,9
2008	Shining Prospect Pte Ltd	Rio Tinto PLC	14,23

Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من خلال الجدول أنه سنة 2007 قد جرت ثلاث صفقات شراء حيث قامت الشركة (Spin-off) بشراء الشركة (SK Corp-Petrochemical Business) بمبلغ 17 مليون دولار كما قامت الشركة (Wesfarmers Ltd) بشراء الشركة (Coles Group Ltd) بمبلغ قدره 15,3 مليون دولار، بينما الشركة (Vodafone Group PLC) فقد قامت بشراء الشركة (Hutchison Essar Ltd) بمبلغ مالي قدره 12,7 مليون دولار.

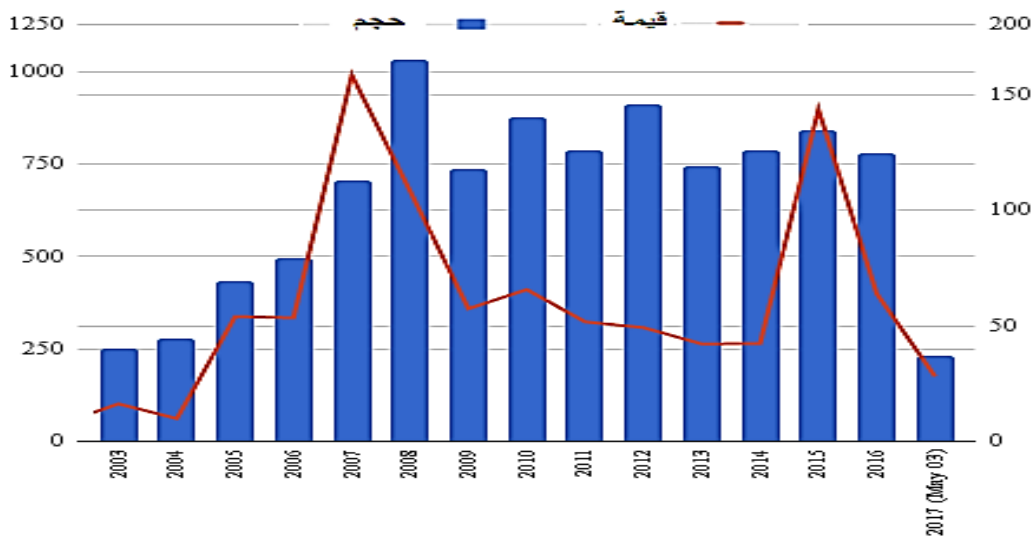
وفي سنة 2008 جرت أيضا ثلاث صفقات شراء بدايتها حين قامت الشركة (China Unicom Ltd) بشراء الشركة (China Netcom Grp HK Corp Ltd) بمبلغ قدره 25,4 مليون دولار، تلتها الشركة (Westpac Banking Corp) حين قامت بشراء الشركة (St George Bank Ltd) بمبلغ قدره 17,9 مليون دولار، بعدها قامت الشركة (Shining Prospect Pte Ltd) بشراء الشركة (Rio Tinto PLC) بمبلغ 14,23 مليون دولار.

ثانيا: عمليات الإندماج في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

سجلت عمليات الإندماج انخفاض ملحوظ في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، والشكل التالي يوضح

ذلك:

الشكل رقم (51): أكبر عمليات الإندماج في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا خلال الأزمة



Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من خلال الشكل أن عمليات الإندماج في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا قد عرفت تناقصا خلال الأزمة المالية، حيث قدرت قيمتها خلال سنة 2007 بـ 159 مليار دولار بحجم 709 صفقة، لترتفع 1034 صفقة بقيمة 108 مليار دولار، لتتخفص إلى 737 صفقة بقيمة 57 مليار دولار سنة 2009، ثم ترتفع نسبيا 877 صفقة بقيمة 66 مليار دولار.

والجدول التالي يوضح أكبر عمليات الإندماج في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا خلال الأزمة:

الجدول رقم (39): أكبر عمليات الإندماج في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا خلال الأزمة (الوحدة:

مليون دولار)

السنة	الشركة المشترية	الشركة المستهدفة	القيمة
2007	Lafarge SA	OCI Cement Group	15
2007	SABIC	GE Plastics	11,6
2007	Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup Inc	7,5
2008	Teva Pharmaceutical Industries	Barr Pharmaceuticals Inc	8,8
2008	HH Sheikh Mansour Bin Zayed Al	Barclays PLC	5,7
2009	Qatar Investment Authority	Volkswagen AG	9,6
2011	EMAL	DUBAL	7,5
2011	Teva Pharmaceutical Industries	Cephalon Inc	6,3
2011	IPIC	CEPSA	5

Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من خلال الجدول أنه سنة 2007 قد جرت ثلاث صفقات شراء حيث قامت الشركة (Lafarge SA) بشراء الشركة (OCI Cement Group) بمبلغ 15 مليون دولار كما قامت الشركة (SABIC) بشراء الشركة (GE Plastics) بمبلغ قدره 11,6 مليون دولار، بينما الشركة (Abu Dhabi Investment Authority) فقد قامت بشراء الشركة (Citigroup Inc) بمبلغ مالي قدره 7,5 مليون دولار.

وفي سنة 2008 جرت صفقتي شراء حيث قامت الشركة (Teva Pharmaceutical Industries) بشراء الشركة (Barr Pharmaceuticals Inc) بمبلغ 8,8 مليون دولار، بينما شركة

(HH Sheikh Mansour Bin Zayed Al) قامت بشراء **(Barclays PLC)** بمبلغ قدره 5,7 مليون دولار.

بينما في سنة 2009 جرت صفقة شراء واحدة والمتمثلة في شراء شركة **(Qatar Investment Authority)** لشركة **(Volkswagen AG)** بمبلغ مالي قدره 9,6 مليون دولار.

أما سنة 2011 فقد جرت ثلاث عمليات شراء بدايتها مع شركة **(EMAL)** حين قامت بشراء شركة **(DUBAL)** بمبلغ قدره 7,5 مليون دولار، بعدها شركة **(Teva Pharmaceutical Industries)** قامت بشراء **(Cephalon Inc)** بمبلغ 6,3 مليون دولار وأخيرا شركة **(IPIC)** قامت بشراء شركة **(CEPSA)** بمبلغ مالي قدره 5 مليون دولار.

المطلب الثالث: عمليات الاندماج في القطاع المصرفي

تأثر القطاع المصرفي بتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وتتمثل بعض صور الأزمة في¹:

- أكدت الهيئة الفدرالية الأمريكية للتأمين على الودائع **(FDIC)** أن عدد المصارف المعروضة في لائحة المصارف المتعثرة من 90 مصرفا في الربع الأول من عام 2008 إلى 137 مصرفا في الربع الثاني.
- إفلاس مصرف **(Lehman Brothers)** رابع أكبر مصرف في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفضت قيمة أسهمه بنسبة 94%، وبلغت خسائره مليارات الدولارات بسبب استثماراته في سوق الرهن العقاري بلغت خسائر **(City Group)** 5.11 مليار دولار أي ما يعادل 1.03 دولار للسهم الواحد وتراجعت إيراداتها بـ 48 لتصل 13.22 مليار دولار.
- تراجع أسهم مصرف كريدي سويس السويسري بنسبة 28.78% انخفضت أسهم نورثن روك أحد أكبر المصارف البريطانية بـ 30% الحكومة البريطانية تؤمّن بنك **(Northern Rock)** لتسليف العقاري في مطلع 2008، وفي 2008/09/29 أمت أيضا الحكومة بنك **(Brad Ford and Bingley)** مع القيام بتصفيته.

¹ سامر مطهر قنطقجي، "ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية"، دار النهضة، سوريا، ط1، 2008، ص: 65-70.

- استحواذ بنك أوف أميركا على بنك الأعمال (Merill Lunch) بقيمة 50 بليون دولار، إلا أن معظم الدراسات تشير إلى عدم نجاح هذه الصفقة لأنها لم تحقق الأهداف العملية نتيجة الممارسات المحاسبية السيئة من قبل إضافة إلى النقاط التالية¹:

- فشل في إجراء الدراسات المناسبة قبل الشراء؛

- فشل البنك في أداء واجباته الائتمانية للمساهمين عند الشراء؛

- فشل في الحفاظ على الشفافية بشأن الوضع المالي؛

- عدم التزام بتقديم ما مقداره 5.8 بليون دولار للموظفين في البنك؛

- خسائر بقيمة 2.4 مليار دولار؛

- ارتفعت تكاليف الموظفين وتكاليف التشغيل إلى 16.3 مليار دولار، مقارنة بـ 11.7 مليار دولار في عام 2007، ولقد بلغ إجمالي حجم أصول البنك في عام 2007، ما مقداره 1.720 ترليون دولار، ووصل رقم أعماله في نفس السنة إلى 119.190 مليار دولار، ووصلت أرباحه إلى 14.980 مليار دولار، ووصل عدد الموظفين إلى 2100000 موظف.

- قيام البنك البريطاني (Lloyds TSB) بالاستحواذ على (HBOS)، وهو أكبر البنوك المقرضة في بريطانيا.

- تملك البنك الإسباني (Standard) البنك البريطاني (Alliance and Leister).

- وفي بريطانيا استحوذ بنك (Lloyds TSB) على منافسه (Scottis Badling Group)، وتمت الصفقة من تشجيع الحكومة البريطانية.

- في سبتمبر 2008 اشترت حكومة إيسلندا 75% من رأس مال مصرف (Glitnir)، وهو ثالث مصرف في البلاد وذلك لمعاناته من نقص السيولة بقيمة تقدر بـ 600 مليون أورو؛

¹ صابر بن معنوق، "متطلبات اعتماد الإدماج المصرفي كاستراتيجية لرفع مستوى أداء المنظومة المصرفية الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، 2017/09/30، ص ص: 62، 63.

- اشترى البنك البريطاني لويديز بي أس بي بنك هاليفاكس تيلو أوف سكوتلند بمبلغ 12.2 مليار جنيه.
- في عام 2008 أعلن بنك (J.P Morgan Chase) عن شراء بنك الأعمال الأمريكي (Bear Stranns) بمساعدة من البنك الاحتياطي الفيدرالي؛

والجدول التالي يبين حجم المخصصات الأوروبية لانقاد القطاع المصرفي:

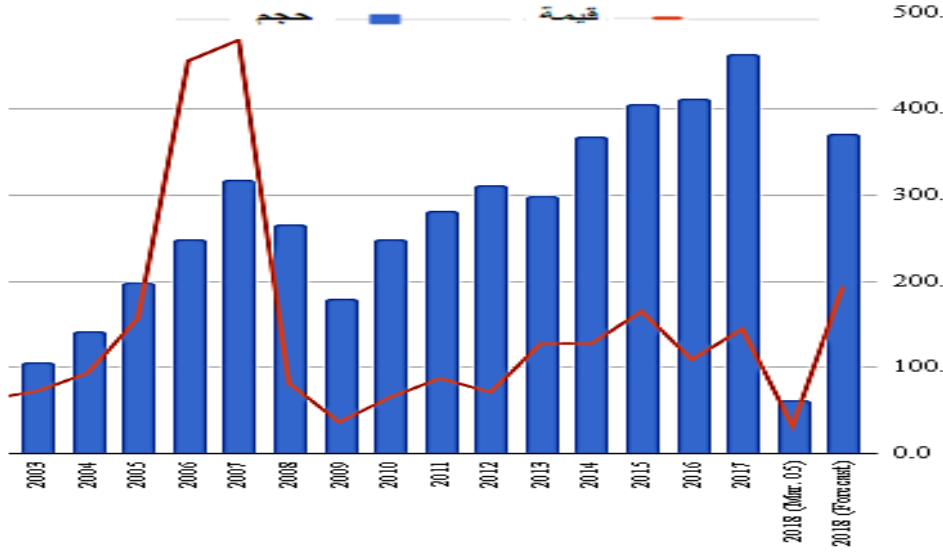
الجدول رقم (40): حجم المخصصات الأوروبية لانقاد القطاع المصرفي

الدول	مبالغ لإعادة رسملة البنوك	مبالغ لضمان القروض بين البنوك
ألمانيا	80	400
بريطانيا	50	313
فرنسا	40	320
النرويج	41	-
النمسا	15	85
هولندا	20	200
اسبانيا	30	100
البرتغال	-	20

المصدر: فريد راغب النجار، إدارة التغيير الاستراتيجي العربي لمواجهة الأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، 2009-2010، ص: 52.

والشكل التالي يمثل حجم وقيمة عمليات الاندماج في القطاع المصرفي خلال الأزمة.

الشكل رقم (52): حجم وقيمة عمليات الاندماج في القطاع المصرفي خلال الأزمة



Source : <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

نلاحظ من الشكل أن عمليات الاندماج في القطاع المالي قد تأثرت بالأزمة باعتبار أنها كانت وسيلة

للإنقاذ، حيث بلغ حجمها في سنة 2007 حوالي 3182 صفقة بقيمة 480.4 مليار دولار، وخلال سنة 2008

بلغ حجمها 2667 صفقة بقيمة 81.7 مليار دولار، أما في سنة 2009 بلغ حجمها 1803 صفقة بقيمة

36.4 مليار دولار، وفي سنة 2010 بلغ حجمها 2494 صفقة بقيمة 6502 مليار دولار، وفي سنة 2011 بلغ

حجمها 2816 صفقة بقيمة 87.2 مليار دولار.

المبحث الثالث: عرض تجربة الاندماج بين بنك Jp Morgane Chase & Go و بنك Bear Stears و بنك واشنطن متشوال

بما أن عمليات الاندماج هي وسيلة الإنقاذ في كل الأزمات المالية، فقد اتجهت المصارف الأمريكية بخطى سريعة نحو الاندماج والتكتل، ولذلك سنتناول في دراستنا حالة اندماج اندماج بنك (Jp Morgane Chase & Go) و بنك (Bear Stears) وبنك واشنطن متشوال، إذ سيتم تناوله من خلال المطالب التالية:

- نشأة البنوك

- إندماج البنوك

- البيانات المالية لبنك (Jp Morgane Chase & Go) بعد الاندماج.

المطلب الأول: نشأة البنوك

لقد اشترى بنك بير ستيرنز أكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة والذي كان يعاني من شدة الخسائر بسبب أزمة الرهن العقاري واستولى البنك أيضا على مؤسسة واشنطن ميتشوال التي تعتبر واحدة من أكبر مؤسسات الإيداع والتي قررت الحكومة الأمريكية إغلاقها لما تعرضت له من خسائر شديدة وذلك بنفس سبب بير ستيرنز والذي كان إغلاق هذه المؤسسة يمثل أكبر انهيار في التاريخ المصرفي الأمريكي.

وستتناول في هذا المطلب العناصر التالية:

أولا : نشأة بنك (Jp Morgan Chase)

ثانيا : نشأة بنك (Bear Stears)

ثالثا : نشأة بنك واشنطن متشوال

أولا: نشأة بنك (Jp Morgan Chase)

بنك (JP Morgan Chase) هو بنك أمريكي متعددة الجنسيات للخدمات المالية المصرفية، وهو أكبر بنك في الولايات المتحدة، مع إجمالي أصول الولايات المتحدة 2.515 تريليون دولار، وهو المزود الرئيسي للخدمات المالية، استنادا إلى ترتيب مجلة فوربس هو ثالث أكبر شركة مساهمة عامة في العالم، تأسس عام 1799، يقع في نيويورك في الولاية ستريت، كان في البداية اسمه جي بي مورجان في عام 2000 اندمج مع بنك تشايس

منهاتن فسمي جي بي مورجان تشايس يوجد حوالي 230,000 موظف في عام 2008 يعمل في البنك في جميع أنحاء العالم القيمة السوقية للبنك فاقت 145 مليار دولار .

وهي من الشركات الرائدة في مجال الخدمات المالية برأس مال 2 ترليون دولار، بأكبر قيمة سوقية وهي ثالث أكبر مؤسسة مصرفية في الولايات المتحدة بعد بيلز فارغو وبنك أوف أمريكا ،يعمل في أكثر من 50 دولة وأهم مجالاته:

✓ بنوك الاستثمار ؛

✓ الخدمات المالية ؛

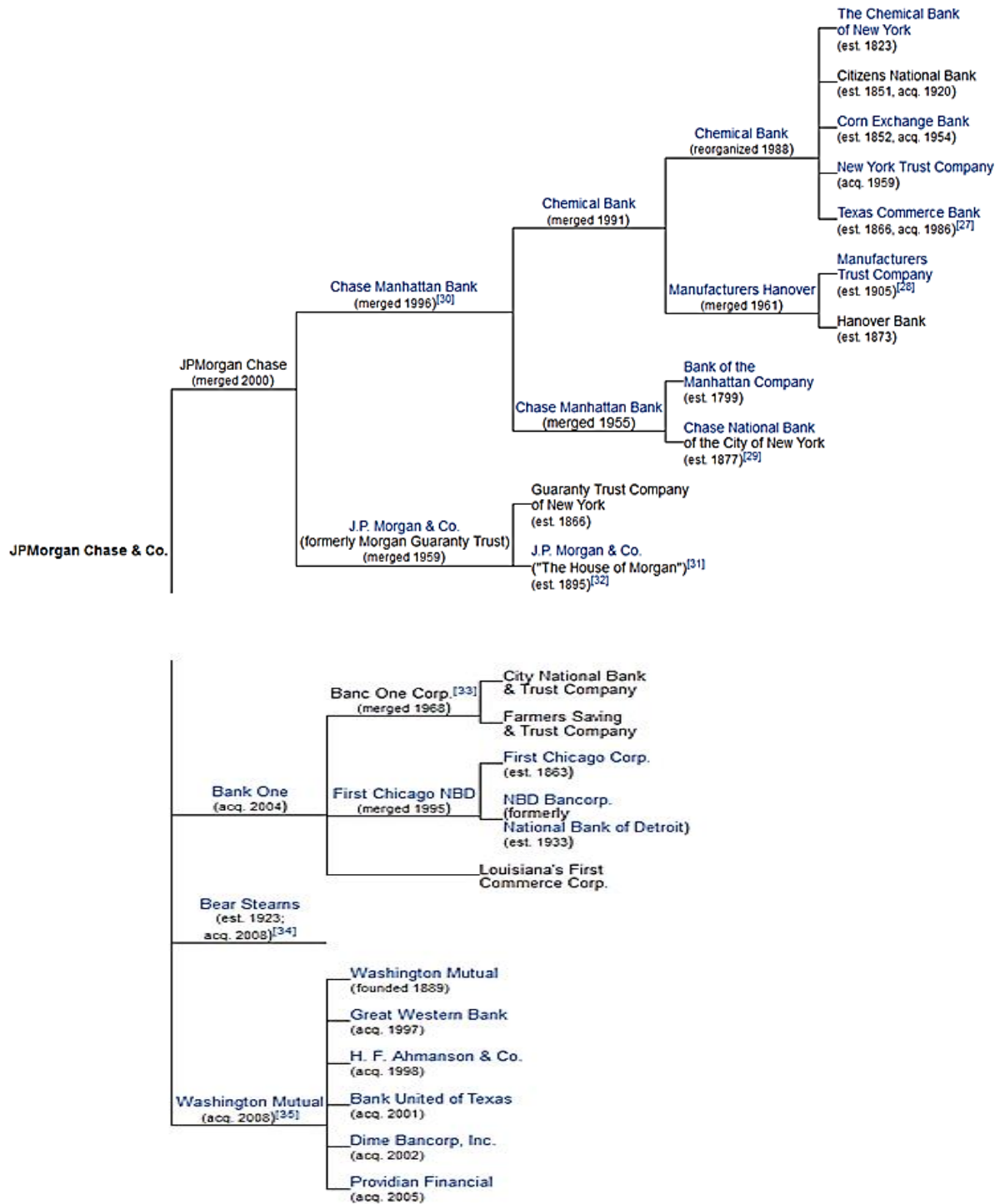
✓ البطاقات ؛

✓ البنوك التجارية ؛

✓ السندات.

والشكل التالي يمثل أكبر اندماجاته مع بنوك أخرى:

الشكل (53) : أهم اندماجات بنك Jp Morgan Chase



ثانيا : نشأة بنك (Bear Stears)

هو واحد من أكبر البنوك الاستثمارية وشركات المضاربة في الولايات المتحدة والعالم تأسس عام 1923 برأسمال 500 ألف دولار¹، من طرف (Joseph Ainslie Bear ,robert B Stearns ,Harold C Mayzr)، سنة 1933 فتح أول فرع في شيكاغو، وفتح أول فرع خارج الولايات المتحدة الأمريكية في امستردام عام 1955، وفي عام 1985 أصبح شركة تجارية عامة ، بلغ رأسماله في نوفمبر 2006 حوالي 66.7 بليون دولار ومجموع الأصول حوالي 350.4 بليون دولار.²

منذ بدايتها في عشرينيات القرن الماضي رفضت شركة بير ستيترز فكرة اندماج الشركات بنت تجارتها بقدر كبير من الخصوصية، وكانت إحدى الشركات التي نجحت في وول ستريت ولم تسرح أحدا من العمال بعد أزمة 1929، اعتبرها كثيرون أنها الأكثر دهاء بين المضاربين والقادرة على وضع حد للمشاكل، واستمرت الشركة خلال تسعينيات القرن الماضي وبداية القرن الحالي بسبب ثلاثة عوامل رئيسية³:

✓ دخل ثابت وقوي.

✓ لها قدر كبير من أعمال التحوط.

✓ إجراء صفقات تجارية لحسابها الخاص على نحو متزايد.

مثل العديد من الشركات، راهنت بير ستيترز بشدة على سندات ديون الرهن العقاري ، ومع استمرار هبوط قيمة تلك السندات أفلسَت الشركة بعدما كانت مستقلة لأكثر من ثمانية عقود.

ثالثا : نشأة بنك واشنطن متشوال

أكبر بنك للادخار في الولايات المتحدة تأسس في 25 سبتمبر 1889 يقع مقره في مدينة سياتل ولاية واشنطن أغلقته الحكومة الأمريكية واستحوذ عليه بنك جي بي مورجان تشايس وذلك بسبب تعرضه للخسائر جراء أزمة الرهن العقاري والأزمات التي تسببت بها 1889.

¹ <https://ar.wikipedia.org/wiki/>

² https://en.wikipedia.org/wiki/Bear_Stearns

³ دايف كانساس، ترجمة جوان صغير فغالي، نهاية امبراطورية وول ستريت معلومان عن أضخم أزمة مالية في التاريخ و سبل تخطيطها، دار الكتاب العربي، لبنان، 2010، ص ص: 77، 78.

وقبل أن تنهار كانت مؤسسة واشنطن ميوتشوال تعتبر سادس أكبر بنك في الولايات المتحدة حيث بلغت قيمة أصولها أكثر من 327 مليار دولار.

المطلب الثاني: اندماج البنوك

ففي 14 مارس/ آذار من عام 2008، طلب بنك الاستثمار الأمريكي (Bear Stearns) مساعدة عاجلة من بنك (JPMorgan Chase) والبنك الاحتياطي الفدرالي، عقب هبوط أسهمه وانحدار تصنيف سندات إلى مستويات منخفضة جداً¹.

قدم 29 بليون دولار قرض طوارئ لمدة 28 يوم ، ووقعت (Bear Stearns) على عقد اندماج مع (Jp Morgan Chase) في مقايضة أسهم تساوي 2 دولار أو أقل من 10% من أكثر قيمة سوقية حديثة للسهم، كان سعر البيع يمثل انخيار مذهلا من الذروة 172 دولار للسهم في أواخر يناير 2007 إلى 93 دولار للسهم فقط قبل شهرين².

وقاد هذا في النهاية إلى استيلاء أكبر بنك أميركي هو "جي بي مورغان تشيس (JP Morgan Chase) على بير ستيرنز، الذي كانت تبلغ قيمة أصوله نهاية عام 2007 أكثر من 395 مليار دولار، مقابل فئات بنحو 1.2 مليار دولار يوم 2008/5/30، وحتى هذا المبلغ تم دفعه بتبادل أسهم وليس نقداً³.

انهار بنك آخر هو بنك "واشنطن ميوتشوال" للإقراض العقاري، واستولى مكتب الإشراف على المدخرات والقروض على البنك وباعه لبنك جي بي مورغان تشيس بمبلغ 1.9 مليار دولار بعد أن سحب المودعون منه مبلغ 16.7 مليار دولار خلال عشرة أيام، وقد طمأن مكتب الإشراف عملاء البنك أن نشاطاته البنكية ستستمر رغم تغير المالك، وكان البنك المذكور آخر ضحايا أزمة الائتمان العقاري.

وكان البنك يحوز ما قيمته 307 مليارات من الممتلكات منها 188 مليارا فقط من الودائع، مما يعني أنه كان بحاجة للحصول على تمويل من الأسواق المالية، وهو ما أصبح متعذرا في الآونة الأخيرة، وكان البنك قد جمع مبلغ 7 مليارات دولار من مجموعة مستثمرين .

¹ <https://www.forbesmiddleeast.com/tag>

² مارتن د. ويص، ترجمة عبد الحكيم احمد الخزامي، "الأزمة المالية العالمية والخروج من نفق الكساد الأخير"، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2010، ص:110.

³ إبراهيم علوش، "نحو فهم منهجي للأزمة المالية الدولية":

<http://www.aljazeera.net/knowledgegate/opinions/2008/11/6>

وقد جاء بيع البنك كخطوة لتفادي الاضرار لتعويض المودعين في حال انهيار البنك وترك لمصيره، فهذه الخطوة نقلت المسؤولية للبنك الذي اشتراه.

وكان البنك قد أقال مديره كيري كيلينجر قبل أقل من ثلاثة أسابيع، بسبب اتهامه "بتوريط البنك" بعمليات إقراض تنطوي على مخاطرة مالية، ومنها تقديم قروض لأشخاص وضعهم المالي لا يبعث على الثقة.

يذكر أن "واشنطن ميوتشوال" هو ثاني بنك يستحوذ عليه جي بي مورغان تشيز ليصبح ثاني أكبر بنك أمريكي، يملك 5410 فرع في 23 ولاية¹.

وعلى خلفية أزمة الرهن العقاري انهارت واشنطن ميوتشوال عندما انخفض تصنيفها الائتماني إلى درجة "عالي المخاطر" ما دفع المؤسسة الاتحادية للتأمين على الودائع إلى الاستيلاء عليها لتأمين ودائع العملاء.

وقد أنقذت مجموعة جي بي مورغان المصرفية العملاقة واشنطن ميوتشوال بشرائها حسابات الإيداع لديها مقابل 1.9 مليار دولار.

وبموجب تلك الصفقة تعهد جي بي مورغان ألا يفقد المودعون في واشنطن ميوتشوال أية أموال ليصبح جي بي مورغان أكبر مصرف أمريكي من حيث قيمة الودائع، حيث إن ودائع ميوتشوال البالغة 188 مليار دولار رفعت من ودائعه الإجمالية إلى أكثر من تسعمائة مليار دولار.

ووصلت مؤسسة واشنطن ميوتشوال إلى حافة الانهيار عندما أصبحت في حاجة للحصول على تمويل من الأسواق المالية، وهو ما بات صعبا في ظل الأزمة المالية التي تعيشها الولايات المتحدة وباقي دول العالم².

¹ <http://www.tarout.info/montada/showthread.php?t=72963>

² <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2008/>

المطلب الثالث: البيانات المالية لبنك (Jp Morgan Chase) بعد الاندماج

دراسة البنك خلال سنة 2009

الجدول رقم (41): الأداء المالي لبنك (Jp Morgan Chase) خلال سنة 2009/2008

النسبة المئوية	2008	2009	
%49	67.552	100.434	إجمالي صافي الدخل مليون دولار
%109	5.605	11.728	النتيجة الصافية مليون دولار

Source : Annual report 2009, p : 49.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن إجمالي صافي الدخل والنتيجة الصافية قد ارتفعا بنسبة %49 و %109 على التوالي.

تقييم المخاطر خلال سنة 2009/ 2008

الجدول رقم (42): مخاطر البنك خلال سنة 2009/2008 (مليون دولار)

2008	2009	
37.8	51.3	مخاطر القروض
10.5	15.4	مخاطر السوق
6.3	8.5	مخاطر عمالية
4.7	5.3	مخاطر الأسهم الخاصة
129.1	145.9	المجموع

Source : Annual report 2009, p: 92

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن المخاطر قد ارتفعت من سنة 2008 إلى سنة 2009 إلى 145 مليون دولار.

دراسة البنك خلال سنة 2010

الجدول (43): الأداء المالي لبنك (Jp Morgan Chase) خلال سنة 2010/2009

النسبة المئوية	2009	2010	
2%	100.434	102.694	إجمالي صافي الدخل مليون دولار
48%	11.652	17.370	النتيجة الصافية مليون دولار

Source : Annual repport 2009, p: 55.

نلاحظ من خلال الجدول ان الاداء المالي قد ارتفع بالنسبة 2% للدخل الصافي، وبالنسبة 48% للنتيجة الصافية.

الجدول رقم (44): مخاطر البنك خلال سنة 2010 /2009

209	2010	
51.3	49.7	مخاطر القروض
15.4	15.1	مخاطر السوق
8.5	7.4	مخاطر عمالية
4.7	6.2	مخاطر الأسهم الخاصة
79.9	78.4	المجموع

Source : Annual repport, 2009, p 104

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن المخاطر قد انخفضت خلال سنة 2010.

خلاصة

من خلال هذا الفصل وجدنا أن البنوك تولي أهمية بالغة للمخاطر وذلك لتنوع مختلف المخاطر وكيفية قياسها.

إن عمليات الاندماج خلال الأزمة المالية قد تراجعت في مختلف الدول، كما شهدت هذه العمليات موجة جديدة وهي السابعة في تاريخ عمليات الاندماج، وكانت أهم هذه العمليات في القطاع البنكي وذلك لأن هذا القطاع كان مصدر الأزمة، حيث تم شراء بعض البنوك بمبالغ زهيدة وبتقديم مساعدات من طرف حكومات الأزمة المالية.

حدثت عمليات اندماج عديدة في القطاع البنكي إلا أنه تم التركيز في الدراسة على الاندماج الذي تم بين بنك (Jp Morgan Chase) وبنك (Bear Stearns) وميتشوال بنك.



تتعدد الأسباب الكامنة وراء حالات عدم الاستقرار وتفاقم ظاهرة الأزمات التي أصبحت تميز الأسواق المالية العالمية وتتمثل أهم تلك الأسباب في التحرير المالي المفرط وظاهرة المضاربة، ضعف الرقابة والاشراف على المؤسسات المالية وغياب الشفافية والافصاح عن المعلومات.

إن الأزمات لا تختلف في جوهرها وأسباب حدوثها، في حين تختلف فيما يتعلق بالقطاع المصرفي الذي نشأت فيه وكذلك حجم وفداحة الخسائر المترتبة عنها.

رغم الآثار المدمرة للأزمات المالية إلا أن كل أزمة تحدث تأتي لكشف نقاط الضعف في النظام المالي، كما أنه ليس هناك أي بلد محصن من الأزمات بسبب العدوى، وهو ما يجعل الجهات الفاعلة في النظام النقدي والمالي الدولي في بحث دائم عن حلول جديدة تمكن من التغلب عليها ومواجهتها.

يعتبر الفراط في منح الائتمان المصرفي وخاصة في فترة الرواج سببا مباشرا في خلق فقاعات مسببة أزمات مالية، ذلك لأن جزءا كبيرا من هذا التمويل تستخدم في مجال العقار والأوراق المالية أو القروض الاستهلاكية، كما يؤدي ضعف الضمانات المقدمة مقابل عمليات الائتمان الممنوح إلى تزايد حجم الديون المعدومة وتعرض البنوك للمخاطر.

إن الغموض المرتبط بعمليات توريق قروض الرهن العقاري قلل من قدرة المستثمرين على إدارة الخطر المترتب عنها، والتفريط في حجم المخاطر على القروض الأولية التي تم توريقها، وأسهم في خلق وانتشار أزمة الرهن العقاري.

إن سبب تفاقم أزمة الرهن العقاري وتحولها لأزمة عالمية هو مشكل تدويل الخطر أو كما يعرف في بدايته بخطر النظام وتتمثل كل من قناة أسواق المال والمعاملات التجارية الدولية، إلى جانب قناة سعر الصرف وسلوك المستثمرين أهم قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري وتحولها إلى أزمة مالية عالمية

أكدت أزمة الرهن العقاري وما سبقها من أزمات عدم فاعلية السياسات التي يدعو إليها صندوق النقد الدولي باعتبارها مقرض الملاذ الأخير، كما أكدت مدى هشاشة هذه المؤسسة وعدم قدرتها على التنبؤ بالأزمات وإدارتها.

انتهجت العديد من الإجراءات لمعالجة أزمة الرهن العقاري ابتداء من ضخ السيولة من طرف البنوك المركزية، وتخفيض معدلات الفائدة ومساعدة الصناديق السيادية للبنوك التي كانت بحاجة إلى السيولة لكن مع الزيادة المستمرة في عدم اليقين المحيط بمدى قدرة المؤسسات المالية على تجاوز خسائرها وتدهور التصنيع الائتماني للأوراق المالية المرتبطة بالرهونات العقارية الثانوية، وتطورت أزمة الرهن العقاري وتحولت إلى أزمة مالية عالمية.

من خلال التطور التاريخي للأزمات المالية يتضح أن التنظيم والرقابة يأتیان دائماً بعد حدوث الأزمة، والملاحظ أيضاً التراجع في تلك الإجراءات التنظيمية والوقائية بمجرد زوال الأزمة مما أدى إلى تكرار الأزمات وبالتالي عدم وجود وقاية حقيقية وفي معظم الأحوال تم معالجة الجوانب الفنية المسببة للأزمة وتجاهل الجانب الهيكلي التنظيمي.

لقد أدت التطورات والتحولات العالمية المتسارعة والمتلاحقة إلى حتمية وجود كيانات مصرفية قادرة على امتلاك الامكانيات و الموارد المالية اللازمة لمسايرة مختلف المستجدات التي تميز بيئة الأعمال العالمية الراهنة خاصة التصدي للأزمات المالية، ولقد نتج عن مختلف التطورات العالمية التي مست مختلف القطاعات خاصة القطاع المصرفي توجه نحو الاندماجات خاصة منها في القطاع المالي، بحيث أدى ذلك الاندماج لتكوين كيانات كبيرة من خلال تجميع القدرات والخبرات المختلفة لهذه الكيانات.

تم التركيز في هذه الدراسة على أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، باعتبارها إحدى الأزمات المالية الحادة التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ أزمة الكساد الكبير 1929، حيث ترتب عنها آثار خطيرة على مختلف دول العالم وهددت استقرار النظام المالي العالمي ككل.

وقد عرف الاقتصاد العالمي خلال جميع مراحل تطوره الكثير من الأزمات المالية، حيث زاد عددها خلال العقدين الأخيرين من القرن 20م، حيث ازدادت مخاطرها، هذا ما دفع بالدول والمؤسسات الدولية العالمية إلى إيجاد آليات للوقاية من هذه الأزمات والتخفيف من آثارها.

ولقد كان من بين الحلول والإجراءات التي اتخذت هو التوجه نحو عمليات الاندماج بين الشركات خاصة في القطاع المصرفي وذلك للتقليل من مخاطر الأزمة المالية العالمية.

والاندماج بين الشركات هو ضرورة عصرية يعمل على تقديم الحلول لشركات كثيرة ليتمكنها من المنافسة والاستمرار، فبعد معالجتنا وتحليلنا لمختلف جوانب الموضوع من الجانب النظري وإسقاطها على الجانب التطبيقي توصلنا إلى نتائج عامة ونتائج خاصة بالفرضيات مع مجموعة من الاقتراحات.

النتائج واختبار الفرضيات

- بالرغم من تعدد مفاهيم الأزمة المالية إلا أن معظمها يعني أن الأزمة هي الاختلال العميق والحاد والمفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية.
- هناك العديد من الأسباب وراء تفاقم ظاهرة الأزمات وتتمثل في التحرير المالي المفرط والمضاربة، وضعف الرقابة والإشراف وغياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات.
- لقد أكد التاريخ أن كل أزمة تأتي لتكشف عن نقاط الضعف في النظام المعني وأن هذه الأزمة تقدم حلول وتجارب تستفيد منها الدول في مواجهة أزمات جديدة، والتاريخ يكرر نفسه فأزمة الرهن العقاري أعادت ضرورة تعزيز دور الدولة في الحياة الاقتصادية.
- هناك أسباب عديدة أدت إلى تفاقم أزمة الرهن العقاري وتتمثل في وفرة السيولة وانخفاض التضخم وانخفاض أسعار الفائدة، وارتفاع أسعار الأصول، بالإضافة إلى توريق قروض الرهن العقاري.
- انتقلت عدوى الأزمة المالية بسرعة إلى الأسواق المالية عبر قنوات عديدة أهمها قناة الأسواق المالية وقناة سعر الصرف.
- كان للأزمة المالية العالمية آثار عديدة خاصة معدلات النمو، وارتفاع معدلات البطالة وتراجع أسواق الأسهم.
- إن خيار الاندماج في القطاع المالي خلال فترة الأزمة يعتبر ضرورة فرضتها طبيعة الأزمة المالية العالمية، حيث تأثر القطاع المصرفي بتداعيات الأزمة المالية وتوجهت العديد من المصارف الكبرى إلى الاندماج لأجل تقليل الخسائر وعدم التعرض للإفلاس.
- لقد تراجعت عمليات الاندماج خلال مرحلة الأزمة خاصة في سنة 2008-2009 وهذا ما يؤكد على أن الأزمة قد أثرت على نشاط هذه العمليات.

- تعتبر عمليات الاندماج التي بين بنك **jp Morgane Chase & Go** وبنك **Bear Stears** وبنك واشنطن متشوال من العمليات الناجحة، حيث أدت إلى تحسين الأداء المالي للبنك وتراجع المخاطر خلال سنة 2010، رغم ارتفاعها سنة 2009.

آفاق الدراسة

تبين لنا من خلال الخوض في هذا البحث بأن هناك جوانب هامة جديدة بالدراسة والبحث لتكون إشكاليات بحوث ودراسات أخرى وهي:

- دور الاندماج المصرفي في إدارة الأزمات المصرفية والمالية؛
- أثر اندماج المصارف الإسلامية على العمل المصرفي في البلدان العربية؛
- أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات المالية العالمية وضرورة التوجه نحو أسواق مالية إسلامية.



قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1-الكتب

- (1)-أ.إ. بلجوك، "الأزمات الاقتصادية للرأسمالية المعاصرة"، تقريب: محمد تقي عبد الحسني القزويني، موسكو، دار العلم للنشر، 1981.
- (2)-إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2009.
- (3)-أحمد بسيوني شحاتة، كمال الدين الدهراوي، "المحاسبة المتقدمة"، الدار الجامعية.
- (4)-أحمد بسيوني شحاتة، عبد الوهاب نصر علي، "المحاسبة المالية المقدمة"، الدار الجامعية، 2005. 2004.
- (5)-أحمد بسيوني شحاتة، محمد عباس بدوي، "المحاسبة المالية المقدمة"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- (6)-أحمد محمد أبو طه، "الأزمات الاقتصادية، أسبابها وآثارها على الفرد والمجتمع ومواجهتها في العصر الحديث"، مكتبة الوفاء القانونية، ط1، 2016.
- (7)-أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، "إدارة المخاطر والتأمين"، دار الحامد، الأردن، 2007.
- (8)-براين كويل، "دمج وشراء الشركات"، قسم الترجمة، دار الفاروق، ط1، 2006.
- (9)-بول كروغمان، ترجمة هاني تايري، "العودة إلى الكساد العظيم أزمة الاقتصاد العالمي"، دار الكتاب العربي، بيروت لبنان.
- (10)-توفيق خير الدين خليفة خير الله، "العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية رؤية شرعية اقتصادية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2015.
- (11)- جواد كاظم البكري، "فخ الاقتصاد الأمريكي الأزمة المالية 2008"، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، 2011.

- (12)- جورج دانيال غيالي، "طرق ومشاكل المحاسبة عن اندماج الشركات"، الدار الجامعية 2002.
- (13)- جون بيلامي فوستر قردماغدوف، ترجمة عطية بن كريم الظفيري، "الأزمة المالية العالمية وأزمة الرأسمالية"، مكتبة الآفاق، الطبعة الأولى، 2013، الكويت.
- (14)- حسين القاضي حسين دحدوح، رشا حمادة، "المحاسبة المالية المتقدمة"، دار الثقافة، 2007.
- (15)- حمزة محمد النريدي، "إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني"، مؤسسة الوراق، عمان، 2002.
- (16)- حميد الجميلي، "الهندسة الاقتصادية للعملة واستشراق مستقبل الرأسمالية"، الوراق للنشر والتوزيع، 2011.
- (17)- خليل عواد أبو حشيش، "المحاسبة المتقدمة"، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2009.
- (18)- دايف كانساس، ترجمة جوان صغير فغالي، "نهاية امبراطورية وول ستريت معلومات عن أضخم أزمة مالية في التاريخ وسبل تخطيها"، دار الكتاب العربي، لبنان، 2010.
- (19)- رابع بوقرة وحسن بلمجوز، "إدارة المخاطر المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ميله.
- (20)- رمزي صبحي مصطفى الجرم، "اندماج البنوك كأحدى آليات التطوير المصرفي"، دار الجامعة الجديدة، 2013.
- (21)- ريتشارد شرودير، مارتل كلارك، جاك كاثي، ترجمة خالد أحمد كاجيجي، إبراهيم محمد ولد فال، المراجعة العلمية: الكيلاني عبد الكريم الكيلاني، "نظرية المحاسبة"، دار المريخ.
- (22)- زينب صالح الأشوح، "الأزمة الاقتصادية العالمية"، دار الكتب المصرية، 2010.
- (23)- سامر مطهر قنطقجي، "ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية"، دار النهضة، سوريا، ط1، 2008.
- (24)- طارق عبد العال حماد، "اندماج وخصخصة البنوك"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الدار الجامعية بالإسكندرية، 1999.
- (25)- طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

- (26) - عاطف وليد أندراوس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- (27) - عبد الأمير شمس الدين، "تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، 1992.
- (28) - عبد الحق بوعتروس، "الوجيز في البنوك التجارية"، دون دار نشر، قسنطينة، الجزائر، 2000.
- (29) - عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، "العولمة المالية وإمكانات التحكم عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي الاسكندرية ، 2003.
- (30) - عبد الرزاق سعيد بلعباس، "ما معنى الأزمة ؟ كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي (جدة، المملكة العربية السعودية)"، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز إسلامي (جدة)، المملكة العربية السعودية، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز 2009.
- (31) - عبد العزيز قاسم محارب، "الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2011.
- (32) - عبد الغاني بن محمد، "الأزمة المالية العالمية"، 2008، دار البحار للنشر والطباعة والتوزيع، الجزائر، 2008.
- (33) - عبد القادر بلطاس، "الأزمات المالية العالمية أزمة Suto Pine"، دار النشر، 2009.
- (34) - عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالطباعة الإسلامية الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية"، العدد 08، 2012.
- (35) - عبد المنجم، السيد علي وتزار، سعد الدين العبي، "النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار الحامد، الأردن، 2004.
- (36) - عبد سعيد عبد إسماعيل، "أزمة المديونية الأجنبية في العالم الإسلامي أسبابها، انتشارها ووسائل علاجها"، دار ابن حزم، 1996، ط 1.
- (37) - عبيد علي أحمد الحجازي، "التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري"، دار النهضة العربية بالقاهرة، الطبعة الثانية، 2001.

- (38)- علي عبد الفتاح أبو شرار، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة"، اليازوري، عمان، 2011-2012.
- (39)- فريد راغب النجار، "إدارة التغيير الاستراتيجي العربي لمواجهة الأزمة المالية العالمية"، الدار الجامعية، 2010-2009.
- (40)- مارتن د. ويص، ترجمة عبد الحكيم احمد الخزامي، "الأزمة المالية العالمية والخروج من نفق الكساد الأخير"، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2010.
- (41)- محسن احمد الخضير، "الاندماج المصرفي، المنهج المتكامل لاكتساب البنوك والمصارف واقتصاديات الحجم والسعة والنطاق والفاعلية في عالم الكيانات البنكية العملاقة وتحقيق ضرورات التكيف مع متطلبات العولمة"، الدار الجامعية، 2007.
- (42)- محمد سعيد محمد الرملاوي، "الأزمة الاقتصادية العالمية إندار للرأسمالية ودعوة للشريعة الاسلامية"، دار الفكر الجامعي، 2011.
- (43)- محمد صالح الحناوي وآخرون، "الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)"، مكتب الجامعي الحديث، 2009.
- (44)- محمد عبيد الفتاح الصيرفي، "إدارة البنوك"، دار المناهج، الأردن، 2006.
- (45)- محمد مطر، "إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)"، ط3، دار وائل، عمان، 2004.
- (46)- محمود جاه الله، "إدارة الأزمات"، دار أسامة للنشر، عمان، 2008.
- (47)- محمود حامد محمود عبد الرزاق، "الأزمة المالية العالمية ودور النظام المالي الإسلامي بالتطبيق على الاقتصاد العربي"، الدار الجامعية، 2013.
- (48)- مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4، 2010.
- (49)- منى قاسم، "دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية"، الدار المصرية اللبنانية، 2007.

- (50)- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الإسكندرية، نشأة المعارف للنشر والتوزيع، د ت ن.
- (51)- مهند حنا، نكولا عيسى، "إدارة مخاطر المحافظ الائتمانية"، دار الراية، عمان، ط1، 2010.
- (52)- موسى شقيرى وآخرون، "إدارة المخاطر"، دار المسيرة، الأردن، 2012.
- (53)- نصيرة بوعون يحياوي، "الأزمات المالية العالمية وضرورة إصلاح صندوق الدولي"، Page pleines، الجزائر، 2011.
- (54)- وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل لنشر والتوزيع، ط1، 2009.
- (55)- يوسف علي عبد الأسدي، حسين جواد كاظم، "تحليل ظاهرة الأزمات المالية وسبل الإحاطة منها، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية"، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي، الجزء الثاني، عمان.
- (56)- يونس أبو فارة، "الأزمات المالية والاقتصادية، بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008"، دار وائل للنشر، جامعة الخليل، فلسطين، 2015.

2-البحوث

- (1)-عباس صابر، شناق جوهرة، "استقرار الصناعة المالية في إطار الاستحواذ بالاقتراض والمساهمات الخاصة - رؤية مستقبلية -"، دراسة التجربة الفرنسية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي بعنوان "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، 5،6 ماي 2014.

3-الرسائل العلمية

- (1)- أحمد خديش، "سياسة منح القروض ودراسة خطر عدم التسديد"، مذكرة الدراسات العليا المتخصصة في البنوك، المدرسة العليا للتجارة، 1999.
- (2)- ألاء محمد فارس حمادة، "اندماج الشركات وأثره على عقود الشركة المندمجة دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الحقوق والإدارة العامة، جامعة برزيت، فلسطين، 2012.

- (3) - جمال بوزيدي، "دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات المالية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بومرداس، 2012، 2011.
- (4) - رشيد عريوة، "أساليب وطرق إدماج الشركات دراسة مالية ومحاسبية"، رسالة ماجستير، منشورة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، قسم علوم التسيير، جامعة باتنة، 2010/2009.
- (5) - صابر بن معتوق، "متطلبات اعتماد الإدماج المصرفي كاستراتيجية لرفع مستوى أداء المنظومة المصرفية الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، 2017/09/30.
- (6) - عادل هبال، "إشكالية القروض المتعثرة دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2012-2011.
- (7) - فارس بن رقرق، "مواجهة الأزمة المالية العالمية بين تدابير صندوق النقد الدولي وخطة الإنقاذ الأمريكية"، رسالة ماجستير، كلية علوم التسيير والعلوم التجارية والعلوم الاقتصادية، 2013/2012.
- (8) - فضل علي ناجي، "الدمج المصرفي واختبار نموذج ملائم لدمج البنوك اليمنية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة القاهرة، 2006.
- (9) - فؤاد عبد العزيز عيد، "الاندماج المصرفي للبنوك الفلسطينية الضرورات والمحددات"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر غزة، 2012.
- (10) - فيصل نافع كعيد العاني، "تأثير الأزمة المالية على الأداء التشغيلي والمالي للبنوك الأردنية"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال، 2010.
- (11) - لطيفة عبدلي، "دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته SCIS سعيدة -"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص إدارة الأفراد وحوكمة الشركات، جامعة تلمسان، 2012 / 2011.
- (12) - محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة، 2012-2011.

- 13- محمد علي محمد علي، "إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية"، (مدخل تعظيم القيمة)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، القاهرة، 2005.
- 14- موسى عمر مبارك أبو حميد، "مخاطر صيغ التمويل الاسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال المصارف الاسلامية من خلال معيار بازل 2"، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالي المصرفية، 2008.
- 15- نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة 2012، 2013.
- 16- نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثارها على أسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بوقرة، 2008-2009.

4-الملتقيات

- 1- أسامة قاسمي، حمزة فيلاي، "المخاطر المصرفية ومنطلقات تسييرها في البنوك الجزائرية وفقا لمتطلبات لجنة بازل"، المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر المالية وانعكاساتها على اقتصاديات دول العالم، يومي 12، 13 ديسمبر 2011.
- 2- بوقليح نبيل، عبد الله الترسي، "التمويل الاسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة قسنطينة يومي 06 و 07 أفريل 2009.
- 3- د/الطاهر هارون، د/ العقون نادية، "الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها"، الملتقى الدولي بجامعة باتنة، الجزائر، مايو، 2009.
- 4- عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، "الأزمات المالية سجال التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي"، المؤتمر العلمي حول الأزمة المالية الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، عمان، الأردن، 21 ديسمبر 2010.

(5)- نصر عبد الكريم ومصطفى أبو صلاح، "المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل 2 -دراسة إلى طبيعتها وسبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين-"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس، يومي 4/5 جويلية 2007، الأردن.

(6)- وليد أحمد صافي، "الأزمة المالية العالمية 2008، طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها على الاقتصاد العالمي والعربي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهانة والبدائل المالية والمصرفية، جامعة خميس مليانة 5-6 ماي 2009.

5- المجلات

- (1)- تشالز كولينز، "الأزمة في عيون التاريخ"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008.
- (2)- راندل دورد، "الرهونات العقارية الثانوية: محسّات أزمة"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007، م ر.
- (3)- رفيقة صباغ، هند مهداوي، "الأزمة المالية المعاصرة وانعكاساتها على الدول العربية والعلاج في ضوء الاقتصاد الإسلامي"، المجلة المصرية للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد الثالث، يناير 2015.
- (4)- زهية بركان، "الاندماج المصرفي بين العولمة ومسؤولية اتخاذ القرار"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 2 ماي 2005، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية.
- (5)- ستيفان أنجر وجوران ليند، "حلول ستوكهولم"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008.
- (6)- عبد المجيد فندي، "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية"، مجلة اقتصادية عربية، العدد 46، القاهرة، ربيع 2009.
- (7)- عبد المجيد قدي، "الصناديق السيادية والأزمة المالية الرهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس.
- (8)- علياء سبيوني، "مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الاقتصادات المتنوعة"، مجلة التقنية والسياسات الاقتصادية، المجلد الثاني عشر، العدد الثاني، يوليو 2010.
- (9)- عمر طالب، عبد الحميد غوفي، "إعادة التمويل الرهني أثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH"، مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمارك، العدد الثاني، 2007.

- 10- غيليرم أورتيز مارتينيز، "ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي 1998.
- 11- كريستيان ملدر، "عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد 4 (صندوق النقد الدولي)، ديسمبر 2002.
- 12- لورا كودرس، "أزمة ثقة وأكثر من ذلك، مجلة التمويل والتنمية"، مجلد 45، عدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2008.
- 13- ماريا جيان مليسي-فيريتي، "حظوظ متغيرة"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2009.
- 14- موسى بن منصور، "دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010.
- 15- نادية أبو فخرة، "تحليل المخاطر المصرفية في البنوك التجارية المصرية- نموذج تجريبي"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، 1998.
- 16- نسيمه حاج موسى، علوي فاطمة الزهراء، "أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007/2008"، مجلة الباحث، العدد 05، 2008، جامعة بومرداس.

6- التقارير المالية السنوية والموسوعات

- 1- صندوق النقد الدولي، "أفاق الاقتصاد العالمي"، أبريل 2008.
- 2- موسوعة المعايير المحاسبية.

3)- Annual report 2009.

7- المواقع الالكترونية

- 1)- <http://www.tarout.info/montada/showthread.php?t=72963>
- 2)- M&A Statistics – Number and Value and Largest M&A Transactions by Region sur le site:
<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- 3)- <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2008/>

4)- Christophe Blot& Autres, « la finance mondiale discréditée », revue de IOFCE, N° 105 (2008\2), P p: 285-286. Sur le site <http://www.cairn>. Info. Visité le 20/05/2009.

5)- <https://www.albayan.ae/economy/2007-07-13-1.777385>

6)- <http://uae.argaam.com/company/financialresult/marketid/1/2012>

7)- حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية محاولة للفهم. من الموقع:

[http://www.siiroline.org/alabwab/mowat\(28\)/333.ht](http://www.siiroline.org/alabwab/mowat(28)/333.ht) visité le 25/11/2017.

8)- https://en.wikipedia.org/wiki/Bear_Stearns

9)- <https://ar.wikipedia.org/wiki/>

10)- <https://www.forbesmiddleeast.com/tag>

11)- <https://www.forbesmiddleeast.com/tag>

12)- طالب عوض، "أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية"، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية. على الموقع:

www.ju.edu.jo/resources/pdf 20% الأزمة المالية visité le 10/04/2017

[www.com /ar/الصناديق السيادية /t-40273878](http://www.com/ar/الصناديق%20السيادية/t-40273878)

13)- <http://www.topsarabia.com/> أكبر-10-صناديق-سيادية-في-العال

14)- فارس النفيعي، "ماذا تعرف عن الاندماج"، الموقع:

<http://hydiscussion.com/hy15741.htm>

15)- إبراهيم علوش ، "نحو فهم منهجي للأزمة المالية الدولية":

<http://www.aljazeera.net/knowledgegate/opinions/2008/11/6>

1-الكتب

- 1)- Andrew Sheng, « From Asian to Global Financial Crisis, An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s », CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, UK, 2009.
- 2)- Broc Romanek, Cynthia M. Krus, «Merger and acquisition», captone, uk, 2002.
- 3)- Christian de BOISSIEU, « Finance d'entreprise », Pearson Education.
- 4)- Christophe Blot & Autres, « La finance mondiale discréditée », revue de IOFCE, N° 105 (2008\2), P p: 285-286. Sur le site <http://www.cairn.info>.
- 5)- Gary B. Gorton, «The subprime panic, NBFR Working paper», Series (October 2008).
- 6)- Marc Jarsulic, «Anatomy of financial crisis a real estate Bubble, Run away credit Market, and regulatory failure», Palgrave Macmillan, New york, 2010.
- 7)- Mechèl. Drounis, «le Système Financier international», (paris: Armand colin.2001)
- 8)- Patrick A.Gaughan, «Merger Acquisatin and Corporate Restructurings», John Wileyand Sons, Inc, Fifth Edision, 2009.
- 9)- Patrick Artus, et autre, « De La crise des subprimes à la crise mondiale », la documentation française, paris, 2009.
- 10)- Phellipe Arestis, Rogétio Sobriere, and José Louis Overio, « An Assessment of the global Impact of the Financial Crisis », Palgrave macimillan, 2001, U/C.
- 11)- Philippe Gilles, «Histoire des crises et des cycles économique», Armand Colin; Édition, 2009.

- 12)- Pierre Robert, «Croissance et crises, analyse économique et historique», Pearson Education, France, 2010
- 13)- Shalenara Sharma, «The Asian financial crisis, crises reformation and recovery», Manchester University Press, Manchester and New York, 2003.
- 14)- Y. C. Jao, «The Asian Financial Crisis and the Ordeal of Hong Kong», QUORUM BOOKS, London, 2001.
- 15)- Valerie Banmert -Thurnes, «Mastering the Acquirers Innovation Dilemma», Palsgrave Macmillan, 2005.
- 16)- Ross-Westerfield, Jaffe, «Corporate Finance», Mcgraw-Hill, Sixth Edition, 2002.
- 17)- Georges Langlois et autre, «Comptabilité approfondie», Paris, Edition: Focher, 1997.
- 18)- Olivier Meier et Guillaume Schier, «Fusion Acquisition, Stratégie finance Management», Dunod, Paris, 2003.

2-المجلات

- 1)- Cathrine Karyotis et Sutries, « La Crise financière ENVO concepts clés », Revue Banque, 2009
- 2)- Klein Laure, « La crise des subprimes », Edition revue banque, Paris, 2008.

فهرس

الجداول

فهرس الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
01	نماذج العدوى المالية التي تتعلق بإمكانية التنبؤ بالأزمات وكيفية منعها أو الوقاية منها.	20
02	أزمات ما قبل 1929.	26
03	تسعير الأسهم في بورصة نيويورك.	28
04	نسبة البطالة خلال الفترة 1929-1933.	29
05	معدلات الانخفاض في قيمة العملات سنة 1997-1998 بالنسبة للدولار.	33
06	إجمالي القروض قصيرة الأجل خلال الفترة 1994-1999 في بعض دول الأزمة (بليون دولار).	34
07	التغيرات الحقيقية في إجمالي الإنتاج المحلي ما بين سنة (1996، 1997، 1998).	36
08	عجز الحساب الجاري الخارجي للمكسيك قبل الأزمة	44
09	الديون الاستهلاكية كنسبة مئوية من الدخل المتاح للمستهلك (بالمليار دولار)	60
10	الأسر المتأخرة عن تسديد ديونها لأكثر من 60 يوما	61
11	إصدارات السندات المالية المكونة برهونات عقارية دون الفئة الاستثمارية للفترة (2003-2006) مليار دولار نسبة مئوية من المجموع	67
12	موجز للترتيب الائتماني للأوراق المالية	73
13	قروض الرهن العقاري عالية المخاطر خلال الفترة 2001-2007 (بليون دولار).	75
14	ترتيب المؤسسات العشرة الأولى المنشئة لقروض الرهن العقاري الثانوية لسنة 2006	77
15	توقعات معدل النمو الاقتصادي 2007-2009	86
16	عجز الحساب الجاري بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي	86
17	معدلات البطالة في الاقتصاد العالمي 2007-2010 (%)	87

88	معدلات البطالة في منطقة اليورو	18
94	الاجراءات المتخذة في دول مجلس التعاون الخليجي لمواجهة تداعيات الازمة المالية العالمية	19
96	مساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة البنوك	20
119	توزيع عمليات النمو الخارجي في فرنسا خلال الفترة (1966-1990)	21
125	نوع الاندماج حسب النشاط في الوم أ خلال الفترة (1897-1904)	22
128	أكبر عشر اندماجات خلال الفترة (1889-1981) (الوحدة: بليون دولار)	23
132	أكبر عشر اندماجات حتى أول جانفي 2008.	24
134	أهم عمليات الاندماج في السوق الفرنسي (2000-2007)	25
143	عملية النمو التي قامت به شركة (Johnson) في الفترة 1994-2009 (بليون دولار)	26
154	توزيع عمليات الاندماج بين الشركات تبعا لطريقة سداد الصفقة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1973-1998	27
157	إيجابيات وسلبيات تمويل عمليات الاستحواذ بالاقتراض	28
184	تقييم أصول والتزامات الشركة المشتراة وفقا لمعيار رقم 141	29
187	تطبيق طرق المحاسبة عن الاندماج في بعض الدول	30
188	الاختلافات الجوهرية بين طريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء	31
202	أهم مؤشرات قياس المخاطر البنكية	32
204	الأساليب الحديثة لقياس وإدارة المخاطر المالية في البنوك	33
210	أهم النسب المستخدمة في التحليل المالي للعمليات	34
214	أهم عمليات الاندماج بين الشركات خلال الأزمة المالية العالمية على المستوى العالمي	35
216	أهم عمليات الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الأزمة	36
217	عمليات الاندماج في الاتحاد الأوروبي خلال الأزمة المالية العالمية	37
219	أهم عمليات الاندماج في آسيا	38

221	أكبر عمليات الإندماج في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا خلال الأزمة	39
224	حجم المخصصات الأوروبية لانقراض القطاع المصرفي	40
232	الأداء المالي لبنك Jp Morgan Chase خلال سنة 2009/2008	41
232	مخاطر البنك خلال سنة 2009/2008 (مليون دولار)	42
233	الأداء المالي لبنك Jp Morgan Chase خلال سنة 2010/2009	43
233	مخاطر البنك خلال سنة 2010 /2009	44



فهرس الأشكال

الرقم	الشكل	الصفحة
01	الأزمة المصرفية كسبب مفجر لأزمة العملة وفقا لنموذج (Veljsco) (1987)	13
02	أزمة العملة كسبب مفجر للأزمة المصرفية وفقا لنموذج (Stokan) (1994)	14
03	قنوات انتشار الأزمة المالية	22
04	الحلقة المفرغة للأزمة المالية الآسيوية	38
05	مراحل تطور الأزمة في دول جنوب شرق آسيا	39
06	آسيا مؤشرات العملات وأسواق المال جويلية _ديسمبر 1997	41
07	تصاعد الضعف المالي في المكسيك	45
08	نظام السوق العقارية الثانوية ابتداء من سنة 1970	50
09	الديون العقارية القائمة	52
10	خطوات عمليات التوريق والتسويق لقروض الرهن العقاري	53
11	برنامج المبادلة	54
12	تقييم السيولة العالمية	58
13	تقييم احتياطات الصرف	58
14	التضخم العالمي 1975-2009	59
15	نسبة خدمة الديون الاستهلاكية	61
16	قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية	62
17	تقييم معدلات الفائدة الأمريكية خلال الفترة 1987-2009	63
18	تطور أسعار العقار	64
19	العملية المبسطة للتوريق	66
20	سوق الأوراق المالية من طرف المصدرين	67

68	تصاعد إصدار الائتمانات المهيكلية الأوروبية والأمريكية (مليار دولار)	21
69	المنتجات العقارية المهيكلية	22
71	أسباب وأصل الأزمة المالية	23
74	تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية	24
76	توزيع العائلات الأمريكية حسب تطبيق درجة الائتمان من خلال نقاط الفيكو (Fico)	25
84	أسعار السلع الأولية والبترو (مؤشرات أسعار السلع الأولية جانفي 2003=100)	26
89	تقييم مؤشرات البورصة منذ 1992	27
104	أنواع عمليات الاندماج	28
105	أنواع السيطرة على الشركات	29
107	نقاط التشابه بين الاندماج والانفصال	30
108	نقاط التشابه بين الاندماج والحصة الجزئية لرأس المال	31
110	الاندماج الذي يأخذ شكل اندماج شركة في شركة قائمة	32
112	الاندماج من خلال الاتحاد	33
116	الاندماج العمودي بين الشركات	34
124	عدد نشاط عمليات الاندماج خلال الفترة 1897-1904	35
127	حجم عمليات الاندماج خلال الفترة (1968-1980)	36
127	حجم عمليات الاندماج خلال الفترة (1969-1975) في الو.م.أ	37
130	قيمة عمليات الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1980-1990)	38
132	قيمة عمليات الاندماج خلال الفترة 1980-2007 مليون دولار.	39
135	موجات الاندماج في فرنسا	40
137	منحنى اقتصاديات الحجم ولا اقتصاديات الحجم	41
155	قيمة LBO خلال الفترة (1980-2007)	42
164	تحليل أداء الشركات	43

168	مراحل عملية المفاوضات بين شركات مدرجة في البورصة	44
189	خريطة التتابع للإجراءات المحاسبية للاندماج	45
201	أنواع المخاطر المصرفية	46
214	عمليات الاندماج على المستوى العالمي	47
215	عمليات الإندماج بين الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الأزمة	48
217	عمليات الإندماج في دول الاتحاد الأوروبي في ظل الأزمة المالية العالمية	49
219	عمليات الإندماج في دول آسيا	50
220	أكبر عمليات الإندماج في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا خلال الأزمة	51
225	حجم وقيمة عمليات الاندماج في القطاع المصرفي خلال الأزمة	52
228	أهم اندماجات بنك Jp Morgan Chase	53



Consolidated statements of income

Year ended December 31, (in millions, except per share data)	2008	2007	2006
Revenue			
Investment banking fees	\$ 5,526	\$ 6,635	\$ 5,520
Principal transactions	(10,699)	9,015	10,778
Lending & deposit-related fees	5,088	3,938	3,468
Asset management, administration and commissions	13,943	14,356	11,855
Securities gains (losses)	1,560	164	(543)
Mortgage fees and related income	3,467	2,118	591
Credit card income	7,419	6,911	6,913
Other income	2,169	1,829	2,175
Noninterest revenue	28,473	44,966	40,757
Interest income	73,018	71,387	59,107
Interest expense	34,239	44,981	37,865
Net interest income	38,779	26,406	21,242
Total net revenue	67,252	71,372	61,999
Provision for credit losses	20,979	6,864	3,270
Noninterest expense			
Compensation expense	22,746	22,689	21,191
Occupancy expense	3,038	2,608	2,335
Technology, communications and equipment expense	4,315	3,779	3,653
Professional & outside services	6,053	5,140	4,450
Marketing	1,913	2,070	2,209
Other expense	3,740	3,814	3,272
Amortization of intangibles	1,263	1,394	1,428
Merger costs	432	209	305
Total noninterest expense	43,500	41,703	38,843
Income from continuing operations before income tax expense (benefit)	2,773	22,805	19,886
Income tax expense (benefit)	(926)	7,440	6,237
Income from continuing operations	3,699	15,365	13,649
Income from discontinued operations	—	—	795
Income before extraordinary gain	3,699	15,365	14,444
Extraordinary gain	1,906	—	—
Net income	\$ 5,605	\$ 15,365	\$ 14,444
Net income applicable to common stock	\$ 4,931	\$ 15,365	\$ 14,440
Per common share data			
Basic earnings per share:			
Income from continuing operations	\$ 0.86	\$ 4.51	\$ 3.93
Net income	1.41	4.51	4.16
Diluted earnings per share:			
Income from continuing operations	0.84	4.38	3.82
Net income	1.37	4.38	4.04
Average basic shares	3,501	3,404	3,470
Average diluted shares	3,605	3,508	3,574
Cash dividends per common share	\$ 1.52	\$ 1.48	\$ 1.36

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated balance sheets

December 31, (in millions, except share data)	2008	2007
Assets		
Cash and due from banks	\$ 26,895	\$ 40,144
Deposits with banks	138,139	11,466
Federal funds sold and securities purchased under resale agreements (included \$20,843 and \$19,131 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	203,115	170,897
Securities borrowed (included \$3,381 and zero at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	124,000	84,184
Trading assets (included assets pledged of \$75,063 and \$79,229 at December 31, 2008 and 2007, respectively)	509,983	491,409
Securities (included \$205,909 and \$85,406 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively, and assets pledged of \$25,942 and \$3,958 at December 31, 2008 and 2007, respectively)	205,943	85,450
Loans (included \$7,696 and \$8,739 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	744,898	519,374
Allowance for loan losses	(23,164)	(9,234)
Loans, net of allowance for loan losses	721,734	510,140
Accrued interest and accounts receivable	60,987	24,823
Premises and equipment	10,045	9,319
Goodwill	48,027	45,270
Other intangible assets:		
Mortgage servicing rights	9,403	8,632
Purchased credit card relationships	1,649	2,303
All other intangibles	3,932	3,796
Other assets (included \$29,199 and \$22,151 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	111,200	74,314
Total assets	\$ 2,175,052	\$ 1,562,147
Liabilities		
Deposits (included \$5,605 and \$6,389 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	\$ 1,009,277	\$ 740,728
Federal funds purchased and securities loaned or sold under repurchase agreements (included \$2,993 and \$5,768 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	192,546	154,398
Commercial paper	37,845	49,596
Other borrowed funds (included \$14,713 and \$10,777 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	132,400	28,835
Trading liabilities	166,878	157,867
Accounts payable and other liabilities (including the allowance for lending-related commitments of \$659 and \$850 at December 31, 2008 and 2007, respectively, and zero and \$25 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	187,978	94,476
Beneficial interests issued by consolidated variable interest entities (included \$1,735 and \$3,004 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	10,561	14,016
Long-term debt (included \$58,214 and \$70,456 at fair value at December 31, 2008 and 2007, respectively)	252,094	183,862
Junior subordinated deferrable interest debentures held by trusts that issued guaranteed capital debt securities	18,589	15,148
Total liabilities	2,008,168	1,438,926
Commitments and contingencies (see Note 31 on page 213 of this Annual Report)		
Stockholders' equity		
Preferred stock (\$1 par value; authorized 200,000,000 shares at December 31, 2008 and 2007; issued 5,038,107 and 0 shares at December 31, 2008 and 2007, respectively)	31,939	—
Common stock (\$1 par value; authorized 9,000,000,000 shares at December 31, 2008 and 2007; issued 3,941,633,895 shares and 3,657,671,234 shares at December 31, 2008 and 2007, respectively)	3,942	3,658
Capital surplus	92,143	78,597
Retained earnings	54,013	54,715
Accumulated other comprehensive income (loss)	(5,687)	(917)
Shares held in RSU Trust, at cost (4,794,723 shares at December 31, 2008)	(217)	—
Treasury stock, at cost (208,833,260 shares and 290,288,540 shares at December 31, 2008 and 2007, respectively)	(9,249)	(12,832)
Total stockholders' equity	166,884	123,221
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 2,175,052	\$ 1,562,147

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated statements of changes in stockholders' equity and comprehensive income

Year ended December 31, (in millions, except per share data)	2008	2007	2006
Preferred stock			
Balance at beginning of year	\$ —	\$ —	\$ 139
Issuance of preferred stock	31,550	—	—
Issuance of preferred stock – conversion of the Bear Stearns preferred stock	352	—	—
Accretion of preferred stock discount on issuance to U.S. Treasury	37	—	—
Redemption of preferred stock	—	—	(139)
Balance at end of year	31,939	—	—
Common stock			
Balance at beginning of year	3,658	3,658	3,618
Issuance of common stock	284	—	40
Balance at end of year	3,942	3,658	3,658
Capital surplus			
Balance at beginning of year	78,597	77,807	74,994
Issuance of common stock	11,201	—	—
Shares issued and commitments to issue common stock for employee stock-based compensation awards and related tax effects	859	790	2,813
Net change from the Bear Stearns merger:			
Reissuance of treasury stock and the Share Exchange agreement	48	—	—
Employee stock awards	242	—	—
Warrant issued to U.S. Treasury in connection with issuance of preferred stock	1,250	—	—
Preferred stock issue cost	(54)	—	—
Balance at end of year	92,143	78,597	77,807
Retained earnings			
Balance at beginning of year	54,715	43,600	33,848
Cumulative effect of change in accounting principles	—	915	172
Balance at beginning of year, adjusted	54,715	44,515	34,020
Net income	5,605	15,365	14,444
Dividends declared:			
Preferred stock	(674)	—	(4)
Common stock (\$1.52, \$1.48 and \$1.36 per share for the years ended December 31, 2008, 2007 and 2006, respectively)	(5,633)	(5,165)	(4,860)
Balance at end of year	54,013	54,715	43,600
Accumulated other comprehensive income (loss)			
Balance at beginning of year	(917)	(1,557)	(626)
Cumulative effect of change in accounting principles	—	(1)	—
Balance at beginning of year, adjusted	(917)	(1,558)	(626)
Other comprehensive income (loss)	(4,770)	641	171
Adjustment to initially apply SFAS 158	—	—	(1,102)
Balance at end of year	(5,687)	(917)	(1,557)
Shares held in RSU Trust			
Balance at beginning of year	—	—	—
Resulting from the Bear Stearns merger	(269)	—	—
Reissuance from RSU Trust	52	—	—
Balance at end of year	(217)	—	—
Treasury stock, at cost			
Balance at beginning of year	(12,832)	(7,718)	(4,762)
Purchase of treasury stock	—	(8,178)	(3,938)
Reissuance from treasury stock	2,454	3,199	1,334
Share repurchases related to employee stock-based compensation awards	(21)	(135)	(352)
Net change from the Bear Stearns merger as a result of the reissuance of treasury stock and the Share Exchange agreement	1,150	—	—
Balance at end of year	(9,249)	(12,832)	(7,718)
Total stockholders' equity	\$ 166,884	\$ 123,221	\$ 115,790
Comprehensive income			
Net income	\$ 5,605	\$ 15,365	\$ 14,444
Other comprehensive income (loss)	(4,770)	641	171
Comprehensive income	\$ 835	\$ 16,006	\$ 14,615

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated statements of cash flows

Year ended December 31, (in millions)	2008	2007	2006
Operating activities			
Net income	\$ 5,605	\$ 15,365	\$ 14,444
Adjustments to reconcile net income to net cash (used in) provided by operating activities:			
Provision for credit losses	20,979	6,864	3,270
Depreciation and amortization	3,143	2,427	2,149
Amortization of intangibles	1,263	1,394	1,428
Deferred tax (benefit) expense	(2,637)	1,307	(1,810)
Investment securities (gains) losses	(1,560)	(164)	543
Proceeds on sale of investment	(1,540)	—	—
Gains on disposition of businesses	(199)	—	(1,136)
Stock-based compensation	2,637	2,025	2,368
Originations and purchases of loans held-for-sale	(34,902)	(116,471)	(178,355)
Proceeds from sales, securitizations and paydowns of loans held-for-sale	38,036	107,350	173,448
Net change in:			
Trading assets	(12,787)	(121,240)	(61,664)
Securities borrowed	15,408	(10,496)	916
Accrued interest and accounts receivable	10,221	(1,932)	(1,170)
Other assets	(33,629)	(21,628)	(7,193)
Trading liabilities	24,061	12,681	(4,521)
Accounts payable and other liabilities	1,012	4,284	7,815
Other operating adjustments	(12,013)	7,674	(111)
Net cash provided by (used in) operating activities	23,098	(110,560)	(49,579)
Investing activities			
Net change in:			
Deposits with banks	(118,929)	2,081	8,168
Federal funds sold and securities purchased under resale agreements	(44,597)	(29,814)	(6,939)
Held-to-maturity securities:			
Proceeds	10	14	19
Available-for-sale securities:			
Proceeds from maturities	44,414	31,143	24,909
Proceeds from sales	96,806	98,450	123,750
Purchases	(248,599)	(122,507)	(201,530)
Proceeds from sales and securitizations of loans held-for-investment	27,531	34,925	20,809
Other changes in loans, net	(59,123)	(83,437)	(70,837)
Net cash received (used) in business acquisitions or dispositions	2,128	(70)	185
Proceeds from assets sale to the FRBNY	28,850	—	—
Net purchases of asset-backed commercial paper guaranteed by the FRBB	(11,228)	—	—
All other investing activities, net	(3,609)	(3,903)	1,839
Net cash used in investing activities	(286,346)	(73,118)	(99,627)
Financing activities			
Net change in:			
Deposits	177,331	113,512	82,105
Federal funds purchased and securities loaned or sold under repurchase agreements	15,250	(7,833)	36,248
Commercial paper and other borrowed funds	9,186	41,412	12,657
Proceeds from the issuance of long-term debt and capital debt securities	72,407	95,141	56,721
Repayments of long-term debt and capital debt securities	(62,691)	(49,410)	(34,267)
Excess tax benefits related to stock-based compensation	148	365	302
Proceeds from issuance of common stock	11,969	1,467	1,659
Proceeds from issuance of preferred stock and warrant to the U.S. Treasury	25,000	—	—
Proceeds from issuance of preferred stock	7,746	—	—
Redemption of preferred stock	—	—	(139)
Repurchases of treasury stock	—	(8,178)	(3,938)
Cash dividends paid	(5,911)	(5,051)	(4,846)
All other financing activities, net	71	1,561	6,247
Net cash provided by financing activities	250,506	182,986	152,749
Effect of exchange rate changes on cash and due from banks	(507)	424	199
Net (decrease) increase in cash and due from banks	(13,249)	(268)	3,742
Cash and due from banks at the beginning of the year	40,144	40,412	36,670
Cash and due from banks at the end of the year	\$ 26,895	\$ 40,144	\$ 40,412
Cash interest paid	\$ 37,267	\$ 43,472	\$ 36,415
Cash income taxes paid	2,280	7,472	5,563

Note: In 2008, the fair values of noncash assets acquired and liabilities assumed in the merger with Bear Stearns were \$288.2 billion and \$287.7 billion, respectively; approximately 26 million shares of common stock, valued at approximately \$1.2 billion, were issued in connection with the Bear Stearns merger. Also, in 2008 the fair values of noncash assets acquired and liabilities assumed in the Washington Mutual transaction were \$260.0 billion and \$259.8 billion, respectively. In 2006, the Firm exchanged selected corporate trust businesses for The Bank of New York's consumer, business banking and middle-market banking businesses. The fair values of the noncash assets exchanged were \$2.15 billion.

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Financial Highlights

As of or for the year ended December 31,
(in millions, except per share, ratio and headcount data)

	2008	2007
Reported basis^(a)		
Total net revenue	\$ 67,252	\$ 71,372
Provision for credit losses	20,979	6,864
Total noninterest expense	43,500	41,703
Income from continuing operations	3,699	15,365
Extraordinary gain	1,906	—
Net income	\$ 5,605	\$ 15,365
<i>Per common share:</i>		
Basic earnings per share		
Income from continuing operations	\$ 0.86	\$ 4.51
Net income	1.41	4.51
Diluted earnings per share		
Income from continuing operations	\$ 0.84	\$ 4.38
Net income	1.37	4.38
Cash dividends declared per share	1.52	1.48
Book value per share	36.15	36.59
Return on common equity		
Income from continuing operations	2%	13%
Net income	4	13
Return on common equity (net of goodwill)		
Income from continuing operations	4%	21%
Net income	6	21
Tier 1 capital ratio	10.9	8.4
Total capital ratio	14.8	12.6
Total assets	\$ 2,175,052	\$ 1,562,147
Loans	744,898	519,374
Deposits	1,009,277	740,728
Total stockholders' equity	166,884	123,221
Headcount	224,961	180,667

(a) Results are presented in accordance with accounting principles generally accepted in the United States of America.

JPMorgan Chase & Co. (NYSE: JPM) is a leading global financial services firm with assets of \$2.2 trillion and operations in more than 60 countries. The firm is a leader in investment banking, financial services for consumers, small business and commercial banking, financial transaction processing, asset management and private equity. A component of the Dow Jones Industrial Average, JPMorgan Chase serves millions of consumers in the United States and many of the world's most prominent corporate, institutional and government clients under its J.P. Morgan and Chase brands.

Information about J.P. Morgan capabilities can be found at www.jpmorgan.com and about Chase capabilities at www.chase.com. Information about the firm is available at www.jpmorganchase.com.

Consolidated statements of income

Year ended December 31, (in millions, except per share data)	2009	2008	2007
Revenue			
Investment banking fees	\$ 7,087	\$ 5,526	\$ 6,635
Principal transactions	9,796	(10,699)	9,015
Lending- and deposit-related fees	7,045	5,088	3,938
Asset management, administration and commissions	12,540	13,943	14,356
Securities gains ^(a)	1,110	1,560	164
Mortgage fees and related income	3,678	3,467	2,118
Credit card income	7,110	7,419	6,911
Other income	916	2,169	1,829
Noninterest revenue	49,282	28,473	44,966
Interest income	66,350	73,018	71,387
Interest expense	15,198	34,239	44,981
Net interest income	51,152	38,779	26,406
Total net revenue	100,434	67,252	71,372
Provision for credit losses	32,015	20,979	6,864
Noninterest expense			
Compensation expense	26,928	22,746	22,689
Occupancy expense	3,666	3,038	2,608
Technology, communications and equipment expense	4,624	4,315	3,779
Professional and outside services	6,232	6,053	5,140
Marketing	1,777	1,913	2,070
Other expense	7,594	3,740	3,814
Amortization of intangibles	1,050	1,263	1,394
Merger costs	481	432	209
Total noninterest expense	52,352	43,500	41,703
Income before income tax expense/(benefit) and extraordinary gain	16,067	2,773	22,805
Income tax expense/(benefit)	4,415	(926)	7,440
Income before extraordinary gain	11,652	3,699	15,365
Extraordinary gain	76	1,906	—
Net income	\$ 11,728	\$ 5,605	\$ 15,365
Net income applicable to common stockholders	\$ 8,774	\$ 4,742	\$ 14,927
Per common share data			
Basic earnings per share			
Income before extraordinary gain	\$ 2.25	\$ 0.81	\$ 4.38
Net income	2.27	1.35	4.38
Diluted earnings per share			
Income before extraordinary gain	2.24	0.81	4.33
Net income	2.26	1.35	4.33
Weighted-average basic shares	3,863	3,501	3,404
Weighted-average diluted shares	3,880	3,522	3,445
Cash dividends declared per common share	\$ 0.20	\$ 1.52	\$ 1.48

(a) Securities gains for the year ended December 31, 2009, included credit losses of \$578 million, consisting of \$946 million of total other-than-temporary impairment losses, net of \$368 million of other-than-temporary impairment losses recorded in other comprehensive income.

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated balance sheets

December 31, (in millions, except share data)	2009	2008
Assets		
Cash and due from banks	\$ 26,206	\$ 26,895
Deposits with banks	63,230	138,139
Federal funds sold and securities purchased under resale agreements (included \$20,536 and \$20,843 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	195,404	203,115
Securities borrowed (included \$7,032 and \$3,381 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	119,630	124,000
Trading assets (included assets pledged of \$38,315 and \$75,063 at December 31, 2009 and 2008, respectively)	411,128	509,983
Securities (included \$360,365 and \$205,909 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively, and assets pledged of \$100,931 and \$25,942 at December 31, 2009 and 2008, respectively)	360,390	205,943
Loans (included \$1,364 and \$7,696 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	633,458	744,898
Allowance for loan losses	(31,602)	(23,164)
Loans, net of allowance for loan losses	601,856	721,734
Accrued interest and accounts receivable (included \$5,012 and \$3,099 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	67,427	60,987
Premises and equipment	11,118	10,045
Goodwill	48,357	48,027
Mortgage servicing rights	15,531	9,403
Other intangible assets	4,621	5,581
Other assets (included \$19,165 and \$29,199 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	107,091	111,200
Total assets	\$ 2,031,989	\$ 2,175,052
Liabilities		
Deposits (included \$4,455 and \$5,605 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	\$ 938,367	\$ 1,009,277
Federal funds purchased and securities loaned or sold under repurchase agreements (included \$3,396 and \$2,993 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	261,413	192,546
Commercial paper	41,794	37,845
Other borrowed funds (included \$5,637 and \$14,713 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	55,740	132,400
Trading liabilities	125,071	166,878
Accounts payable and other liabilities (included the allowance for lending-related commitments of \$939 and \$659 at December 31, 2009 and 2008, respectively, and \$357 and zero at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	162,696	187,978
Beneficial interests issued by consolidated variable interest entities (included \$1,410 and \$1,735 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	15,225	10,561
Long-term debt (included \$48,972 and \$58,214 at fair value at December 31, 2009 and 2008, respectively)	266,318	270,683
Total liabilities	1,866,624	2,008,168
Commitments and contingencies (see Note 30 on page 238 of this Annual Report)		
Stockholders' equity		
Preferred stock (\$1 par value; authorized 200,000,000 shares at December 31, 2009 and 2008; issued 2,538,107 and 5,038,107 shares at December 31, 2009 and 2008, respectively)	8,152	31,939
Common stock (\$1 par value; authorized 9,000,000,000 shares at December 31, 2009 and 2008; issued 4,104,933,895 shares and 3,941,633,895 shares at December 31, 2009 and 2008, respectively)	4,105	3,942
Capital surplus	97,982	92,143
Retained earnings	62,481	54,013
Accumulated other comprehensive income/(loss)	(91)	(5,687)
Shares held in RSU Trust, at cost (1,526,944 shares and 4,794,723 shares at December 31, 2009 and 2008, respectively)	(68)	(217)
Treasury stock, at cost (162,974,783 shares and 208,833,260 shares at December 31, 2009 and 2008, respectively)	(7,196)	(9,249)
Total stockholders' equity	165,365	166,884
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 2,031,989	\$ 2,175,052

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated statements of changes in stockholders' equity and comprehensive income

Year ended December 31, (in millions, except per share data)	2009	2008	2007
Preferred stock			
Balance at January 1	\$ 31,939	\$ —	\$ —
Issuance of preferred stock	—	31,550	—
Issuance of preferred stock – conversion of the Bear Stearns preferred stock	—	352	—
Accretion of preferred stock discount on issuance to the U.S. Treasury	1,213	37	—
Redemption of preferred stock issued to the U.S. Treasury	(25,000)	—	—
Balance at December 31	8,152	31,939	—
Common stock			
Balance at January 1	3,942	3,658	3,658
Issuance of common stock	163	284	—
Balance at December 31	4,105	3,942	3,658
Capital surplus			
Balance at January 1	92,143	78,597	77,807
Issuance of common stock	5,593	11,201	—
Warrant issued to U.S. Treasury in connection with issuance of preferred stock	—	1,250	—
Preferred stock issue cost	—	(54)	—
Shares issued and commitments to issue common stock for employee stock-based compensation awards and related tax effects	474	859	790
Net change from the Bear Stearns merger:			
Reissuance of treasury stock and the Share Exchange agreement	—	48	—
Employee stock awards	—	242	—
Other	(228)	—	—
Balance at December 31	97,982	92,143	78,597
Retained earnings			
Balance at January 1	54,013	54,715	43,600
Cumulative effect of change in accounting principles	—	—	915
Balance at January 1, adjusted	54,013	54,715	44,515
Net income	11,728	5,605	15,365
Dividends declared:			
Preferred stock	(1,328)	(674)	—
Accelerated amortization from redemption of preferred stock issued to the U.S. Treasury	(1,112)	—	—
Common stock (\$0.20, \$1.52 and \$1.48 per share for 2009, 2008 and 2007, respectively)	(820)	(5,633)	(5,165)
Balance at December 31	62,481	54,013	54,715
Accumulated other comprehensive income/(loss)			
Balance at January 1	(5,687)	(917)	(1,557)
Cumulative effect of change in accounting principles	—	—	(1)
Balance at January 1, adjusted	(5,687)	(917)	(1,558)
Other comprehensive income/(loss)	5,596	(4,770)	641
Balance at December 31	(91)	(5,687)	(917)
Shares held in RSU Trust			
Balance at January 1	(217)	—	—
Resulting from the Bear Stearns merger	—	(269)	—
Reissuance from RSU Trust	149	52	—
Balance at December 31	(68)	(217)	—
Treasury stock, at cost			
Balance at January 1	(9,249)	(12,832)	(7,718)
Purchase of treasury stock	—	—	(8,178)
Reissuance from treasury stock	2,079	2,454	3,199
Share repurchases related to employee stock-based compensation awards	(26)	(21)	(135)
Net change from the Bear Stearns merger as a result of the reissuance of treasury stock and the Share Exchange agreement	—	1,150	—
Balance at December 31	(7,196)	(9,249)	(12,832)
Total stockholders' equity	\$ 165,365	\$ 166,884	\$ 123,221
Comprehensive income			
Net income	\$ 11,728	\$ 5,605	\$ 15,365
Other comprehensive income/(loss)	5,596	(4,770)	641
Comprehensive income	\$ 17,324	\$ 835	\$ 16,006

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated statements of cash flows

Year ended December 31, (in millions)	2009	2008	2007
Operating activities			
Net income	\$ 11,728	\$ 5,605	\$ 15,365
Adjustments to reconcile net income to net cash provided by (used in) operating activities:			
Provision for credit losses	32,015	20,979	6,864
Depreciation and amortization	2,783	3,143	2,427
Amortization of intangibles	1,050	1,263	1,394
Deferred tax (benefit) expense	(3,622)	(2,637)	1,307
Investment securities gains	(1,110)	(1,560)	(164)
Proceeds on sale of investment	—	(1,540)	—
Stock-based compensation	3,355	2,637	2,025
Originations and purchases of loans held-for-sale	(22,417)	(34,902)	(116,471)
Proceeds from sales, securitizations and paydowns of loans held-for-sale	33,902	38,036	107,350
Net change in:			
Trading assets	133,488	(12,787)	(121,240)
Securities borrowed	4,452	15,408	(10,496)
Accrued interest and accounts receivable	(6,312)	10,221	(1,932)
Other assets	32,182	(33,629)	(21,628)
Trading liabilities	(79,314)	24,061	12,681
Accounts payable and other liabilities	(26,450)	1,012	4,284
Other operating adjustments	6,167	(12,212)	7,674
Net cash provided by (used in) operating activities	121,897	23,098	(110,560)
Investing activities			
Net change in:			
Deposits with banks	74,829	(118,929)	2,081
Federal funds sold and securities purchased under resale agreements	7,082	(44,597)	(29,814)
Held-to-maturity securities:			
Proceeds	9	10	14
Available-for-sale securities:			
Proceeds from maturities	87,712	44,414	31,143
Proceeds from sales	114,041	96,806	98,450
Purchases	(346,372)	(248,599)	(122,507)
Proceeds from sales and securitizations of loans held-for-investment	30,434	27,531	34,925
Other changes in loans, net	51,251	(59,123)	(83,437)
Net cash received (used) in business acquisitions or dispositions	(97)	2,128	(70)
Proceeds from assets sale to the FRBNY	—	28,850	—
Net maturities (purchases) of asset-backed commercial paper guaranteed by the FRBB	11,228	(11,228)	—
All other investing activities, net	(762)	(934)	(4,973)
Net cash provided by (used in) investing activities	29,355	(283,671)	(74,188)
Financing activities			
Net change in:			
Deposits	(107,700)	177,331	113,512
Federal funds purchased and securities loaned or sold under repurchase agreements	67,785	15,250	(7,833)
Commercial paper and other borrowed funds	(76,727)	9,186	41,412
Beneficial interests issued by consolidated variable interest entities	(7,275)	(2,675)	1,070
Proceeds from issuance of long-term debt and trust preferred capital debt securities	51,324	72,407	95,141
Repayments of long-term debt and trust preferred capital debt securities	(55,713)	(62,691)	(49,410)
Proceeds from issuance of common stock	5,756	11,500	—
Excess tax benefits related to stock-based compensation	17	148	365
Proceeds from issuance of preferred stock and Warrant to the U.S. Treasury	—	25,000	—
Proceeds from issuance of preferred stock	—	7,746	—
Redemption of preferred stock issued to the U.S. Treasury	(25,000)	—	—
Repurchases of treasury stock	—	—	(8,178)
Dividends paid	(3,422)	(5,911)	(5,051)
All other financing activities, net	(1,224)	540	3,028
Net cash (used in) provided by financing activities	(152,179)	247,831	184,056
Effect of exchange rate changes on cash and due from banks	238	(507)	424
Net decrease in cash and due from banks	(689)	(13,249)	(268)
Cash and due from banks at the beginning of the year	26,895	40,144	40,412
Cash and due from banks at the end of the year	\$ 26,206	\$ 26,895	\$ 40,144
Cash interest paid	\$ 16,875	\$ 37,267	\$ 43,472
Cash income taxes paid	5,434	2,280	7,472

Note: In 2008, the fair values of noncash assets acquired and liabilities assumed in: (1) the merger with Bear Stearns were \$288.2 billion and \$287.7 billion, respectively (approximately 26 million shares of common stock valued at approximately \$1.2 billion were issued in connection with the Bear Stearns merger); and (2) the Washington Mutual transaction were \$260.3 billion and \$260.1 billion, respectively.

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Financial Highlights

As of or for the year ended December 31,
(in millions, except per share, ratio and headcount data)

	2009	2008
Reported basis ^(a)		
Net revenue	\$ 100,434	\$ 67,252
Noninterest expense	52,352	43,500
Pre-provision profit	48,082	23,752
Provision for credit losses	32,015	20,979
Income before extraordinary gain	11,652	3,699
Extraordinary gain	76	1,906
Net income	\$ 11,728	\$ 5,605
<i>Per common share:</i>		
Basic earnings per share		
Income before extraordinary gain	\$ 2.25	\$ 0.81
Net income	2.27	1.35
Diluted earnings per share		
Income before extraordinary gain	\$ 2.24	\$ 0.81
Net income	2.26	1.35
Cash dividends declared per share	0.20	1.52
Book value per share	39.88	36.15
Return on common equity		
Income before extraordinary gain	6%	2%
Net income	6	4
Return on tangible common equity ^(b)		
Income before extraordinary gain	10%	4%
Net income	10	6
Tier 1 capital ratio	11.1	10.9
Total capital ratio	14.8	14.8
Tier 1 common capital ratio ^(b)	8.8	7.0
Total assets	\$ 2,031,989	\$ 2,175,052
Loans	633,458	744,898
Deposits	938,367	1,009,277
Total stockholders' equity	165,365	166,884
Headcount	222,316	224,961

(a) Results are presented in accordance with accounting principles generally accepted in the United States of America, except where otherwise noted.

(b) Non-GAAP financial measure. For further discussion see "Explanation and reconciliation of the firm's use of non-GAAP financial measures" and "Regulatory capital" in this Annual Report.

JPMorgan Chase & Co. (NYSE: JPM) is a leading global financial services firm with assets of \$2.0 trillion and operations in more than 60 countries. The firm is a leader in investment banking, financial services for consumers, small business and commercial banking, financial transaction processing, asset management and private equity. A component of the Dow Jones Industrial Average, JPMorgan Chase serves millions of consumers in the United States and many of the world's most prominent corporate, institutional and government clients under its J.P. Morgan and Chase brands.

Information about J.P. Morgan capabilities can be found at www.jpmorgan.com and about Chase capabilities at www.chase.com. Information about the firm is available at www.jpmorganchase.com.

Consolidated statements of income

Year ended December 31, (in millions, except per share data)	2010	2009	2008
Revenue			
Investment banking fees	\$ 6,190	\$ 7,087	\$ 5,526
Principal transactions	10,894	9,796	(10,699)
Lending- and deposit-related fees	6,340	7,045	5,088
Asset management, administration and commissions	13,499	12,540	13,943
Securities gains ^(a)	2,965	1,110	1,560
Mortgage fees and related income	3,870	3,678	3,467
Credit card income	5,891	7,110	7,419
Other income	2,044	916	2,169
Noninterest revenue	51,693	49,282	28,473
Interest income	63,782	66,350	73,018
Interest expense	12,781	15,198	34,239
Net interest income	51,001	51,152	38,779
Total net revenue	102,694	100,434	67,252
Provision for credit losses	16,639	32,015	20,979
Noninterest expense			
Compensation expense	28,124	26,928	22,746
Occupancy expense	3,681	3,666	3,038
Technology, communications and equipment expense	4,684	4,624	4,315
Professional and outside services	6,767	6,232	6,053
Marketing	2,446	1,777	1,913
Other expense	14,558	7,594	3,740
Amortization of intangibles	936	1,050	1,263
Merger costs	—	481	432
Total noninterest expense	61,196	52,352	43,500
Income before income tax expense/(benefit) and extraordinary gain	24,859	16,067	2,773
Income tax expense/(benefit)	7,489	4,415	(926)
Income before extraordinary gain	17,370	11,652	3,699
Extraordinary gain	—	76	1,906
Net income	\$ 17,370	\$ 11,728	\$ 5,605
Net income applicable to common stockholders	\$ 15,764	\$ 8,774	\$ 4,742
Per common share data			
Basic earnings per share			
Income before extraordinary gain	\$ 3.98	\$ 2.25	\$ 0.81
Net income	3.98	2.27	1.35
Diluted earnings per share			
Income before extraordinary gain	3.96	2.24	0.81
Net income	3.96	2.26	1.35
Weighted-average basic shares	3,956	3,863	3,501
Weighted-average diluted shares	3,977	3,880	3,522
Cash dividends declared per common share	\$ 0.20	\$ 0.20	\$ 1.52

(a) The following other-than-temporary impairment losses are included in securities gains for the periods presented.

Year ended December 31, (in millions)	2010	2009
Total other-than-temporary impairment losses	\$ (94)	\$ (946)
Losses recorded in/(reclassified from) other comprehensive income	(6)	368
Total credit losses recognized in income	\$ (100)	\$ (578)

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated balance sheets

December 31, (in millions, except share data)	2010	2009
Assets		
Cash and due from banks	\$ 27,567	\$ 26,206
Deposits with banks	21,673	63,230
Federal funds sold and securities purchased under resale agreements (included \$20,299 and \$20,536 at fair value)	222,554	195,404
Securities borrowed (included \$13,961 and \$7,032 at fair value)	123,587	119,630
Trading assets (included assets pledged of \$73,056 and \$38,315)	489,892	411,128
Securities (included \$316,318 and \$360,365 at fair value and assets pledged of \$86,891 and \$140,631)	316,336	360,390
Loans (included \$1,976 and \$1,364 at fair value)	692,927	633,458
Allowance for loan losses	(32,266)	(31,602)
Loans, net of allowance for loan losses	660,661	601,856
Accrued interest and accounts receivable (included zero and \$5,012 at fair value)	70,147	67,427
Premises and equipment	13,355	11,118
Goodwill	48,854	48,357
Mortgage servicing rights	13,649	15,531
Other intangible assets	4,039	4,621
Other assets (included \$18,201 and \$19,165 at fair value and assets pledged of \$1,485 and \$1,762)	105,291	107,091
Total assets^(a)	\$ 2,117,605	\$ 2,031,989
Liabilities		
Deposits (included \$4,369 and \$4,455 at fair value)	\$ 930,369	\$ 938,367
Federal funds purchased and securities loaned or sold under repurchase agreements (included \$4,060 and \$3,396 at fair value)	276,644	261,413
Commercial paper	35,363	41,794
Other borrowed funds (included \$9,931 and \$5,637 at fair value)	57,309	55,740
Trading liabilities	146,166	125,071
Accounts payable and other liabilities (included the allowance for lending-related commitments of \$717 and \$939 and \$236 and \$357 at fair value)	170,330	162,696
Beneficial interests issued by consolidated variable interest entities (included \$1,495 and \$1,410 at fair value)	77,649	15,225
Long-term debt (included \$38,839 and \$48,972 at fair value)	247,669	266,318
Total liabilities^(a)	1,941,499	1,866,624
Commitments and contingencies (see Note 31 on pages 280–281 of this Annual Report)		
Stockholders' equity		
Preferred stock (\$1 par value; authorized 200,000,000 shares; issued 780,000 and 2,538,107 shares)	7,800	8,152
Common stock (\$1 par value; authorized 9,000,000,000 shares; issued 4,104,933,895 shares)	4,105	4,105
Capital surplus	97,415	97,982
Retained earnings	73,998	62,481
Accumulated other comprehensive income/(loss)	1,001	(91)
Shares held in RSU Trust, at cost (1,192,712 shares and 1,526,944 shares)	(53)	(68)
Treasury stock, at cost (194,639,785 shares and 162,974,783 shares)	(8,160)	(7,196)
Total stockholders' equity	176,106	165,365
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 2,117,605	\$ 2,031,989

(a) The following table presents information on assets and liabilities related to VIEs that are consolidated by the Firm at December 31, 2010 and 2009. The difference between total VIE assets and liabilities represents the Firm's interests in those entities, which were eliminated in consolidation.

December 31, (in millions)	2010	2009
Assets		
Trading assets	\$ 9,837	\$ 6,347
Loans	95,587	13,004
All other assets	3,494	5,043
Total assets	\$ 108,918	\$ 24,394
Liabilities		
Beneficial interests issued by consolidated variable interest entities	\$ 77,649	\$ 15,225
All other liabilities	1,922	2,197
Total liabilities	\$ 79,571	\$ 17,422

The assets of the consolidated VIEs are used to settle the liabilities of those entities. The holders of the beneficial interests do not have recourse to the general credit of JPMorgan Chase. At December 31, 2010, the Firm provided limited program-wide credit enhancement of \$2.0 billion related to its Firm-administered multi-seller conduits. For further discussion, see Note 16 on pages 244–259 of this Annual Report.

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated statements of changes in stockholders' equity and comprehensive income

Year ended December 31, (in millions, except per share data)	2010	2009	2008
Preferred stock			
Balance at January 1	\$ 8,152	\$ 31,939	\$ —
Issuance of preferred stock	—	—	31,550
Issuance of preferred stock – conversion of the Bear Stearns preferred stock	—	—	352
Accretion of preferred stock discount on issuance to the U.S. Treasury	—	1,213	37
Redemption of preferred stock issued to the U.S. Treasury	—	(25,000)	—
Redemption of other preferred stock	(352)	—	—
Balance at December 31	7,800	8,152	31,939
Common stock			
Balance at January 1	4,105	3,942	3,658
Issuance of common stock	—	163	284
Balance at December 31	4,105	4,105	3,942
Capital surplus			
Balance at January 1	97,982	92,143	78,597
Issuance of common stock	—	5,593	11,201
Warrant issued to U.S. Treasury in connection with issuance of preferred stock	—	—	1,250
Preferred stock issue cost	—	—	(54)
Shares issued and commitments to issue common stock for employee stock-based compensation awards and related tax effects	706	474	859
Net change from the Bear Stearns merger:			
Reissuance of treasury stock and the Share Exchange agreement	—	—	48
Employee stock awards	—	—	242
Other	(1,273)	(228)	—
Balance at December 31	97,415	97,982	92,143
Retained earnings			
Balance at January 1	62,481	54,013	54,715
Cumulative effect of changes in accounting principles	(4,376)	—	—
Net income	17,370	11,728	5,605
Dividends declared:			
Preferred stock	(642)	(1,328)	(674)
Accelerated amortization from redemption of preferred stock issued to the U.S. Treasury	—	(1,112)	—
Common stock (\$0.20, \$0.20 and \$1.52 per share for 2010, 2009 and 2008, respectively)	(835)	(820)	(5,633)
Balance at December 31	73,998	62,481	54,013
Accumulated other comprehensive income/(loss)			
Balance at January 1	(91)	(5,687)	(917)
Cumulative effect of changes in accounting principles	(144)	—	—
Other comprehensive income/(loss)	1,236	5,596	(4,770)
Balance at December 31	1,001	(91)	(5,687)
Shares held in RSU Trust			
Balance at January 1	(68)	(217)	—
Resulting from the Bear Stearns merger	—	—	(269)
Reissuance from RSU Trust	15	149	52
Balance at December 31	(53)	(68)	(217)
Treasury stock, at cost			
Balance at January 1	(7,196)	(9,249)	(12,832)
Purchase of treasury stock	(2,999)	—	—
Reissuance from treasury stock	2,040	2,079	2,454
Share repurchases related to employee stock-based compensation awards	(5)	(26)	(21)
Net change from the Bear Stearns merger as a result of the reissuance of treasury stock and the Share Exchange agreement	—	—	1,150
Balance at December 31	(8,160)	(7,196)	(9,249)
Total stockholders' equity	\$ 176,106	\$ 165,365	\$ 166,884
Comprehensive income			
Net income	\$ 17,370	\$ 11,728	\$ 5,605
Other comprehensive income/(loss)	1,236	5,596	(4,770)
Comprehensive income	\$ 18,606	\$ 17,324	\$ 835

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Consolidated statements of cash flows

Year ended December 31, (in millions)	2010	2009	2008
Operating activities			
Net income	\$ 17,370	\$ 11,728	\$ 5,605
Adjustments to reconcile net income to net cash (used in)/provided by operating activities:			
Provision for credit losses	16,639	32,015	20,979
Depreciation and amortization	4,029	3,308	3,265
Amortization of intangibles	936	1,050	1,263
Deferred tax benefit	(968)	(3,622)	(2,637)
Investment securities gains	(2,965)	(1,110)	(1,560)
Proceeds on sale of investment	—	—	(1,540)
Stock-based compensation	3,251	3,355	2,637
Originations and purchases of loans held-for-sale	(37,085)	(22,417)	(34,902)
Proceeds from sales, securitizations and paydowns of loans held-for-sale	40,155	33,902	38,036
Net change in:			
Trading assets	(72,082)	133,488	(12,787)
Securities borrowed	(3,926)	4,452	15,408
Accrued interest and accounts receivable	443	(6,312)	10,221
Other assets	(12,452)	32,557	(32,919)
Trading liabilities	19,344	(79,314)	24,061
Accounts payable and other liabilities	17,325	(26,450)	1,012
Other operating adjustments	6,234	6,167	(12,212)
Net cash (used in)/provided by operating activities	(3,752)	122,797	23,930
Investing activities			
Net change in:			
Deposits with banks	41,625	74,829	(118,929)
Federal funds sold and securities purchased under resale agreements	(26,957)	7,082	(44,597)
Held-to-maturity securities:			
Proceeds	7	9	10
Available-for-sale securities:			
Proceeds from maturities	92,740	87,712	44,414
Proceeds from sales	118,600	114,041	96,806
Purchases	(179,487)	(346,372)	(248,599)
Proceeds from sales and securitizations of loans held-for-investment	8,853	30,434	27,531
Other changes in loans, net	3,645	51,251	(59,123)
Net cash (used)/received in business acquisitions or dispositions	(4,910)	(97)	2,128
Proceeds from assets sale to the FRBNY	—	—	28,850
Net maturities/(purchases) of asset-backed commercial paper guaranteed by the FRBB	—	11,228	(11,228)
All other investing activities, net	(114)	(762)	(934)
Net cash provided by/(used in) investing activities	54,002	29,355	(283,671)
Financing activities			
Net change in:			
Deposits	(9,637)	(107,700)	177,331
Federal funds purchased and securities loaned or sold under repurchase agreements	15,202	67,785	15,250
Commercial paper and other borrowed funds	(6,869)	(67,198)	9,219
Beneficial interests issued by consolidated variable interest entities	2,426	(4,076)	(55)
Proceeds from long-term borrowings and trust preferred capital debt securities	55,181	51,324	72,407
Payments of long-term borrowings and trust preferred capital debt securities	(99,043)	(68,441)	(65,344)
Excess tax benefits related to stock-based compensation	26	17	148
Proceeds from issuance of preferred stock and Warrant to the U.S. Treasury	—	—	25,000
Proceeds from issuance of other preferred stock	—	—	7,746
Redemption of preferred stock issued to the U.S. Treasury	—	(25,000)	—
Redemption of other preferred stock	(352)	—	—
Proceeds from issuance of common stock	—	5,756	11,500
Treasury stock purchased	(2,999)	—	—
Dividends paid	(1,486)	(3,422)	(5,911)
All other financing activities, net	(1,666)	(2,124)	(292)
Net cash (used in)/provided by financing activities	(49,217)	(153,079)	246,999
Effect of exchange rate changes on cash and due from banks	328	238	(507)
Net increase/(decrease) in cash and due from banks	1,361	(689)	(13,249)
Cash and due from banks at the beginning of the year	26,206	26,895	40,144
Cash and due from banks at the end of the year	\$ 27,567	\$ 26,206	\$ 26,895
Cash interest paid	\$ 12,404	\$ 16,875	\$ 37,267
Cash income taxes paid, net	9,747	5,434	2,280

Note: Effective January 1, 2010, the Firm adopted accounting guidance related to VIEs. Upon adoption of the guidance, the Firm consolidated noncash assets and liabilities of \$87.7 billion and \$92.2 billion, respectively.

In 2008, the fair values of noncash assets acquired and liabilities assumed in: (1) the merger with Bear Stearns were \$288.2 billion and \$287.7 billion, respectively (approximately 26 million shares of common stock valued at approximately \$1.2 billion were issued in connection with the Bear Stearns merger); and (2) the Washington Mutual transaction were \$260.3 billion and \$260.1 billion, respectively.

The Notes to Consolidated Financial Statements are an integral part of these statements.

Financial Highlights

As of or for the year ended December 31,
(in millions, except per share, ratio data and headcount)

	2010	2009
Reported basis^(a)		
Total net revenue	\$ 102,694	\$ 100,434
Total noninterest expense	61,196	52,352
Pre-provision profit	41,498	48,082
Provision for credit losses	16,639	32,015
Income before extraordinary gain	17,370	11,652
Extraordinary gain	—	76
Net income	\$ 17,370	\$ 11,728
Per common share data		
Basic earnings		
Income before extraordinary gain	\$ 3.98	\$ 2.25
Net income	3.98	2.27
Diluted earnings		
Income before extraordinary gain	\$ 3.96	\$ 2.24
Net income	3.96	2.26
Cash dividends declared	0.20	0.20
Book value	43.04	39.88
Selected ratios		
Return on common equity		
Income before extraordinary gain	10%	6%
Net income	10	6
Return on tangible common equity ^(b)		
Income before extraordinary gain	15%	10%
Net income	15	10
Tier 1 Capital ratio	12.1	11.1
Total Capital ratio	15.5	14.8
Tier 1 Common Capital ratio ^(b)	9.8	8.8
Selected balance sheet data (period-end)		
Total assets	\$ 2,117,605	\$ 2,031,989
Loans	692,927	633,458
Deposits	930,369	938,367
Total stockholders' equity	176,106	165,365
Headcount	239,831	222,316

(a) Results are presented in accordance with accounting principles generally accepted in the United States of America, except where otherwise noted.

(b) Non-GAAP financial measure. For further discussion, see "Explanation and reconciliation of the firm's use of non-GAAP financial measures" and "Regulatory capital" in this Annual Report.

JPMorgan Chase & Co. (NYSE: JPM) is a leading global financial services firm with assets of \$2.1 trillion and operations in more than 60 countries. The firm is a leader in investment banking, financial services for consumers, small business and commercial banking, financial transaction processing, asset management and private equity. A component of the Dow Jones Industrial Average, JPMorgan Chase & Co. serves millions of consumers in the United States and many of the world's most prominent corporate, institutional and government clients under its J.P. Morgan and Chase brands.

Information about J.P. Morgan capabilities can be found at jpmorgan.com and about Chase capabilities at chase.com. Information about the firm is available at jpmorganchase.com.

Financial Highlights

As of or for the year ended December 31,
(in millions, except per share, ratio data and headcount)

	2011	2010
Reported basis^(a)		
Total net revenue	\$ 97,234	\$ 102,694
Total noninterest expense	62,911	61,196
Pre-provision profit	34,323	41,498
Provision for credit losses	7,574	16,639
Net income	\$ 18,976	\$ 17,370
Per common share data		
Net income per share:		
Basic	\$ 4.50	\$ 3.98
Diluted	4.48	3.96
Cash dividends declared	1.00	0.20
Book value	46.59	43.04
Selected ratios		
Return on common equity	11%	10%
Return on tangible common equity ^(b)	15	15
Tier 1 capital ratio	12.3	12.1
Total capital ratio	15.4	15.5
Tier 1 common capital ratio ^(b)	10.1	9.8
Selected balance sheet data (period-end)		
Total assets	\$2,265,792	\$ 2,117,605
Loans	723,720	692,927
Deposits	1,127,806	930,369
Total stockholders' equity	183,573	176,106
Headcount	260,157	239,831

(a) Results are presented in accordance with accounting principles generally accepted in the United States of America, except where otherwise noted.

(b) Non-GAAP financial measure. For further discussion, see "Explanation and reconciliation of the firm's use of non-GAAP financial measures" and "Regulatory capital" in this Annual Report.

JPMorgan Chase & Co. (NYSE: JPM) is a leading global financial services firm and one of the largest banking institutions in the United States, with operations worldwide; the firm has \$2.3 trillion in assets and \$183.6 billion in stockholders' equity. The firm is a leader in investment banking, financial services for consumers and small businesses, commercial banking, financial transaction processing, asset management and private equity. A component of the Dow Jones Industrial Average, JPMorgan Chase & Co. serves millions of consumers in the United States and many of the world's most prominent corporate, institutional and government clients under its J.P. Morgan and Chase brands.

Information about J.P. Morgan capabilities can be found at jpmorgan.com and about Chase capabilities at chase.com. Information about the firm is available at jpmorganchase.com.

Financial Highlights

As of or for the year ended December 31,
(in millions, except per share, ratio data and headcount)

	2012	2011
Reported basis ^(a)		
Total net revenue	\$ 97,031	\$ 97,234
Total noninterest expense	64,729	62,911
Pre-provision profit	32,302	34,323
Provision for credit losses	3,385	7,574
Net income	\$ 21,284	\$ 18,976
Per common share data		
Net income per share:		
Basic	\$ 5.22	\$ 4.50
Diluted	5.20	4.48
Cash dividends declared	1.20	1.00
Book value	51.27	46.59
Tangible book value ^(b)	38.75	33.69
Selected ratios		
Return on common equity	11%	11%
Return on tangible common equity ^(b)	15	15
Tier 1 capital ratio	12.6	12.3
Total capital ratio	15.3	15.4
Tier 1 common capital ratio ^(b)	11.0	10.1
Selected balance sheet data (period-end)		
Total assets	\$2,359,141	\$2,265,792
Loans	733,796	723,720
Deposits	1,193,593	1,127,806
Total stockholders' equity	204,069	183,573
Headcount	258,965	260,157

(a) Results are presented in accordance with accounting principles generally accepted in the United States of America, except where otherwise noted.

(b) Non-GAAP financial measure. For further discussion, see "Explanation and reconciliation of the firm's use of non-GAAP financial measures" and "Regulatory capital" in this Annual Report.

JPMorgan Chase & Co. (NYSE: JPM) is a leading global financial services firm and one of the largest banking institutions in the United States, with operations worldwide; the firm has \$2.4 trillion in assets and \$204.1 billion in stockholders' equity. The firm is a leader in investment banking, financial services for consumers and small businesses, commercial banking, financial transaction processing, asset management and private equity. A component of the Dow Jones Industrial Average, JPMorgan Chase & Co. serves millions of consumers in the United States and many of the world's most prominent corporate, institutional and government clients under its J.P. Morgan and Chase brands.

Information about J.P. Morgan capabilities can be found at jpmorgan.com and about Chase capabilities at chase.com. Information about the firm is available at jpmorganchase.com.



الفهرس

الصفحة	العناوين
أ - و	مقدمة
الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008	
1	تمهيد
2	المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
2	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية
2	أولا: مفهوم الأزمة
6	ثانيا: مفهوم الأزمة المالية
7	ثالثا: مفهوم الأزمة الاقتصادية
8	المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية
9	أولا: أزمة العملة
10	ثانيا: الأزمات المصرفية
11	ثالثا: أزمة الديون
12	رابعا: أزمة أسواق المال
12	خامسا: الأزمة المالية التوأم
15	المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية
15	أولا: عدم استقرار الاقتصاد الكلي
15	1- تقلبات شروط التبادل التجاري
15	2- التقلبات في أسعار الفائدة
16	3- التقلبات في أسعار الصرف وارتفاع معدلات التضخم

16	ثانيا: اضطرابات القطاع المالي
17	1- تراخي سياسة الإقراض وعدم تلاءم أصول وخصوم المصارف
17	2- تحرر مالي غير وقائي
17	3- تدخل الدولة في تخفيض الائتمان
18	4- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي
18	ثالثا: تشوه نظام الحوافز
18	رابعا: سياسات سعر الصرف
19	المطلب الرابع: عدوى الأزمات المالية وقنوات انتقالها
19	أولا : مفهوم عدوى الأزمات المالية
19	ثانيا: نماذج العدوى المالية
20	1. نموذج الروابط الاقتصادية
21	2. نموذج زيادة الوعي
21	3. نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية
21	4. نموذج سلوك القطيع
22	ثالثا: قنوات انتقال الأزمات المالية
22	1-الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد
24	2-الانتقال من دولة إلى دولة أخرى
25	المبحث الثاني: التطور التاريخي للأزمات المالية
25	المطلب الأول: الأزمات المالية في الدول المتقدمة
25	أولا: أزمة ما قبل 1929
27	ثانيا: أزمة الكساد الكبير 1929
27	1- أسباب أزمة 1929
28	2- النتائج المترتبة عن أزمة 1929
29	ثالثا: أزمة أكتوبر 1987

29	1- أسباب أزمة أكتوبر 1987
30	2- نتائج أزمة أكتوبر 1987
31	3- أشكال تدخل السلطات النقدية لحل الأزمة
31	المطلب الثاني: الأزمة المالية الآسيوية
32	أولاً: أسباب الأزمة
32	1- إتباع دول جنوب شرق آسيا نظام صرف ثابت
33	2- الإفراط في القروض الخارجية قصيرة الأجل
35	3- العجز في الميزان التجاري وموازن المدفوعات
36	4- ضعف النظم المالية والرقابة المصرفية
37	5- تزايد تدفق رؤوس الأموال إلى داخل دول شرق آسيا
40	ثانياً : مراحل الأزمة
42	ثالثاً : الإجراءات المتبعة لعلاج الأزمة المالية الآسيوية
42	1- رد فعل واستجابة سلطات دول الأزمة
42	2- سياسة صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة
44	المطلب الثالث: الأزمات المالية في الدول الناشئة
44	أولاً: الأزمة المالية المكسيكية
46	ثانياً: الأزمة المالية الروسية 1998
47	ثالثاً: أزمة الأرجنتين
49	المبحث الثالث: طبيعة وأسباب الأزمة المالية لسنة 2008
49	المطلب الأول: التحويل العقاري في الو.م.أ
49	أولاً: تطور السوق التناوي للرهن العقاري في الو.م.أ
51	ثانياً: تحرير أسواق الرهن العقاري
53	ثالثاً: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي
55	رابعاً :أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول

55	1- الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS)
56	2- الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS)
56	3- التزام الرهن المضمون (CMO)
56	4- التزامات الدين المضمونة (CDO)
57	المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية
57	أولاً: وفرة السيولة العالمية
59	ثانياً: انخفاض التضخم
60	ثالثاً: تراخي قيود الاقتراض والإفراط في منح القروض العقارية
63	رابعاً: انخفاض أسعار الفائدة
64	خامساً: ارتفاع أسعار الأصول
65	سادساً: توريق قروض الرهن العقاري
70	سابعاً: شروط المردودية
72	ثامناً: دور وكالات التصنيف الائتماني
74	المطلب الثالث: قروض الرهن العقاري عالية المخاطر
78	المبحث الرابع: عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم الآثار المترتبة عنها
78	المطلب الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم قنوات انتقالها
79	أولاً: آلية التوقعات ودور سلوك المستثمرين
80	ثانياً: قناة الأسواق المالية
82	ثالثاً: قناة سعر الصرف
83	رابعاً: قناة المعاملات التجارية الخارجية وأثار التغذية العكسية
85	المطلب الثاني: آثار الأزمة المالية العالمية
85	أولاً: آثار الأزمة على معدلات النمو
87	ثانياً: ارتفاع معدلات البطالة
88	ثالثاً: تراجع جوهري في أسواق الأسهم

90	المبحث الخامس: أهم الاجراءات المتبعة لاحتواء الأزمة
90	المطلب الأول: خطط الإنقاذ
90	أولا: الخطة الأمريكية لمواجهة الأزمة
92	ثانيا: الجهود الأوروبية في مواجهة الأزمة
92	1- خطط الإنقاذ في بريطانيا
92	2- خطط الإنقاذ في فرنسا
93	3- خطط الإنقاذ في ألمانيا
93	4- خطط الإنقاذ في إسبانيا
93	5- خطط الإنقاذ في إيطاليا
93	ثالثا : إجراءات مواجهة الأزمة في الدول العربية
95	المطلب الثاني: دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة
95	أولا: على مستوى السياسة الاقتراضية للصندوق
95	ثانيا: العمل على زيادة موارد الصندوق
95	ثالثا: تحسين سياسة تقديم المساعدات الفنية
96	المطلب الثالث: دور الصناديق السيادية في مواجهة الأزمة
98	خلاصة

الفصل الثاني:

أساسيات ومفاهيم استراتيجيات الاندماج

100	تمهيد
101	المبحث الأول: ماهية الاندماج
101	المطلب الأول: مفهوم الاندماج
101	أولا: التعريف اللغوي للاندماج
102	ثانيا: التعريف الاصطلاحي للإندماج

103	1-من الناحية القانونية
103	2-من الناحية الاقتصادية
103	3-مفهوم الاندماج من الناحية المحاسبية
105	ثالثا: التفرقة بين الاندماج وما تختلط به ويشبهه
106	1- انفصال الشركات
108	2- الحصة الجزئية لرأس المال
109	المطلب الثاني: أشكال الاندماج
109	أولا: اندماج شركة أو أكثر في شركة قائمة: (Statutory Merger)
111	ثانيا: الاندماج من خلال إنشاء شركة جديدة (الاتحاد) Statutory Consolidation
113	ثالثا: الاندماج من خلال السيطرة أو بالشراء (Acquisition)
114	المطلب الثالث: أنواع الاندماج
114	أولا: الاندماج وفقا لمعيار طبيعة نشاط الشركات المندمجة
114	1-الاندماج الأفقي
115	2-الاندماج الرأسي (العمودي)
118	3-الاندماج المتنوع: (Conglomerate Merger)
119	ثانيا: الاندماج حسب العلاقة الموجودة بين أطراف العملية
119	1-الاندماج الودي
120	2-الاندماج العدائي
121	ثالثا: أنواع الاندماج حسب طبيعة جنسية الشركات المندمجة
121	1- الاندماج بين الشركات المحلية
121	2- الاندماج بين الشركات المتعددة الجنسيات
123	المبحث الثاني: نشاط الاندماج
123	المطلب الأول: نشاط عمليات الاندماج خلال الفترة (1897- 1974)
123	أولا: الموجة الأولى (1897-1904)

125	ثانيا: الموجة الثانية (1916-1929)
126	ثالثا: الموجة الثالثة (1965-1975)
128	المطلب الثاني: نشاط الاندماج بين الشركات خلال الفترة (1979-1990)
128	أولا: طبيعة نشاط الاندماج بين الشركات خلال هذه الفترة
129	ثانيا: نشاط الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية
130	ثالثا: نشاط الاندماج في السوق الفرنسي
130	المطلب الثالث: نشاط الاندماج بين الشركات خلال الفترة ما بين 1990-2007
131	أولا: الموجة الخامسة
131	ثانيا: الموجة السادسة (2001-2007)
133	ثالثا: نشاط الاندماج في عدة أسواق
133	1- السوق الفرنسي
136	المبحث الثالث: أهداف وأسباب الاندماج
136	المطلب الأول: أهداف الاندماج
136	أولا: إنشاء قيمة إضافية
139	ثانيا: التنويع
139	1- تقليل المخاطر
140	2- تخفيض تكلفة الديون
140	3- القدرة على زيادة التمويل
140	ثالثا: مزايا ضريبية
140	1- حق ترحيل الخسائر
141	2- التخفيض الضريبي
142	3- الحماية الضريبية
142	رابعا: أهداف أخرى
142	1- شراء الأصول بأقل من تكلفتها

142	2- النمو والتوسع
144	المطلب الثاني: أسباب تزايد عمليات الاندماج
144	أولا: العولمة
145	ثانيا: الاستثمار الأجنبي
145	ثالثا: عمليات الخصخصة
146	رابعا: الأزمات المالية
146	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لعمليات الاندماج
147	أولا: نظرية الكفاية
147	1- نظرية الكفاية التفاضلية
148	2- الإدارة غير الكفوءة
148	ثانيا: نظرية تعظيم القيمة
149	1- نظرية الكفاءة
149	2- نظرية الاحتكار
149	ثالثا: نظريات أخرى
149	1- مشكلات الوكالة والمذهب الإداري
150	2- نظرية المعلومات والإشارات
150	3- القوة السوقية
151	4- نظرية الإزعاج والقلق
152	المبحث الرابع: آليات إتمام عمليات الاندماج
152	المطلب الأول: طرق التسديد المناسبة لإتمام عملية الاندماج
152	أولا: طريقة التسديد نقدا
153	1- عملية التجميع (Ramassage en bourse)
153	2- العروض العامة لشراء (OPA)
153	ثانيا: طريقة التسديد بمبادلة الأسهم

154	ثالثا: طريق التسديد المختلط
154	رابعا: تقنية التمويل (LBO)
158	خامسا: استراتيجيات الدفاع ضد العروض العدائية
158	1-مطاردات سمك القرش
160	2- إستراتيجية أقراص الدواء المسمومة
160	3- الفارس الأبيض
160	4- دفاع ماك مان
161	5- القيود الذهبية (Golden hand Cuffs)
161	6- السهم الشبح (Phantom Stock)
161	7- الدفاع عن طريق التهديد
161	المطلب الثاني: مراحل إتمام استراتيجيات الاندماج
161	أولا : المراحل التحضيرية
162	1- مرحلة التخطيط
162	2- مرحلة جمع المعلومات
163	3- مرحلة التحليل والانتقاء
163	4- مرحلة تشخيص الشركة المستهدفة
166	ثانيا: المراحل التنفيذية
166	1-مرحلة البدء بالاتصال
166	2-مرحلة الاتصال الرسمي
167	3-مرحلة التفاوض
169	4-مرحلة التنفيذ
170	5-مرحلة المتابعة وقياس النتائج
173	المطلب الثالث: مناهج الاندماج
173	أولا: المنهج الموسوعي الشمال

174	ثانيا: المنهج التدريج المتتابع
174	ثالثا: المنهج الابتكاري
175	المبحث الخامس: طرق المحاسبة عن الاندماج
175	المطلب الأول: طريقة توحيد المصالح
175	أولا: مفهوم أسلوب توحيد المصالح
177	ثانيا: الشروط اللازمة لتطبيق طريقة توحيد المصالح
177	1-المجموعة الأولى
177	2-المجموعة الثانية
178	3-المجموعة الثالثة
178	ثالثا: المعالجة المحاسبة لطريقة توحيد المصالح
180	المطلب الثاني: طريقة الشراء
181	أولا: مفهوم طريقة الشراء
181	ثانيا: الإجراءات المحاسبية لطريقة الشراء
181	1-احتساب تكلفة الاستثمارات في الشركة المشتراة
183	2-تقسم أصول وخصوم الشركة المشتراة على أساس القيمة العادلة أو القيمة السوقية (Faire value)
184	3-احتساب مقدار شهرة الاندماج
185	المطلب الثالث: المقارنة بين طريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء
186	أولا: تطبيق الطريقتين
187	ثانيا: الاختلافات الجوهرية بين الطريقتين
191	ثالثا: الانتقادات الموجهة لطريقة توحيد المصالح وطريقة الشراء
191	1-الانتقادات التي توجه إلى طريقة توحيد الحصص
192	2-الانتقادات التي توجه إلى طريقة الشراء
193	خلاصة

الفصل الثالث:

دراسة حالة اندماج بين البنوك خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

195	تمهيد
196	المبحث الأول: المخاطر البنكية
196	المطلب الأول : مفهوم المخاطر البنكية
196	أولا: تعريف المخاطر البنكية
196	1- مفهوم الخطر لغة
197	2- اصطلاحا
197	3- مفهوم المخاطر المصرفية
197	ثانيا: أسباب زيادة المخاطر البنكية
198	ثالثا: مصادر المخاطر البنكية
198	1-المخاطر النظامية
198	2-المخاطر غير النظامية
199	المطلب الثاني: تصنيف المخاطر المصرفية
199	أولا: المخاطر المالية
199	1- المخاطر الائتمانية
199	2- مخاطر السوق
200	ثانيا: المخاطر غير المالية
200	1- مخاطر التشغيل
200	2- المخاطر القانونية
200	3- المخاطر الاستراتيجية
201	4- مخاطر السمعة
202	ثالثا: مخاطر الإفلاس

202	المطلب الثالث: قياس المخاطر البنكية
202	أولاً: مؤشرات قياس المخاطر
205	ثانياً: الأسلوب الكمي (الأساليب الإحصائية)
206	1- المدى
206	2- التوزيعات الاحتمالية
206	3- الانحراف المعياري
206	4- معامل الاختلاف
207	5- معامل بيتا
207	ثالثاً: أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية
207	1-النسب المالية
213	المبحث الثاني: عمليات الاندماج خلال الأزمة المالية العالمية
213	المطلب الأول: عمليات الاندماج في الدول المتقدمة
213	أولاً : عمليات الاندماج على المستوى العالمي
215	ثانياً : عمليات الإندماج في الولايات المتحدة الأمريكية
216	ثالثاً: عمليات الإندماج في دول الإتحاد الأوروبي في ظل الأزمة المالية العالمية
218	المطلب الثاني: عمليات الاندماج في دول أخرى
218	أولاً: الاندماج في دول آسيا
220	ثانياً: عمليات الإندماج في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا
222	المطلب الثالث: عمليات الإندماج في القطاع المصرفي
226	المبحث الثالث : عرض تجربة الاندماج بين بنك Jp Morgane Chase & Go و بنك Bear Stears و بنك واشنطن متشوال)
226	المطلب الأول: نشأة البنوك
226	أولاً: نشأة بنك Jp Morgan Chase
229	ثانياً : نشأة بنك Bear Stears

229	ثالثا : نشأة بنك واشنطن متشوال
230	المطلب الثاني: اندماج البنوك
232	المطلب الثالث: البيانات المالية لبنك Jp Morgan Chase بعد الاندماج
234	خلاصة
236	الخاتمة
241	المراجع
254	فهرس الجداول
258	فهرس الأشكال
262	الملاحق
280	الفهرس

الملخص

تمثل عمليات الاندماج في جميع أنحاء العالم إعادة هيكلة كبيرة وتوزيع لموارد الشركات، وتعتبر واحدة من أكثر الطرق فاعلية لتعزيز استيراثية النمو لدى الشركة، مثل هذه العمليات شجعت الشركات على المنافسة الشديدة فيما بينها، وعززت من فرص التوسع.

يعدّ موضوع عمليات الاندماج استيراثية للتقليل من المخاطر في ظل الأزمة المالية العالمية خاصة في القطاع المصرفي، ويعتبر من المواضيع الهامة التي شغلت آراء وأبحاث الاقتصاديين خلال فترة الأزمة المالية لسنة 2008، وذلك من خلال دراسة وتقييم نشاط عمليات القطاع المصرفي، حيث أنها تراجعت خلال فترة الدراسة أي خلال فترة نقص السيولة، إلا أن هذا لم يمنع من حدوث عمليات جد مهمة كاندماج بنك jp Morgane Chase & Go و بنك Bear Stears و بنك واشنطن متشوال، وتعتبر هذه العملية من أهم عمليات الاندماج وأكثرها نجاحاً، إذ استطاع البنك تحسين أدائه والتقليل من مخاطر الأزمة، وهذا يدل على أن عملية الاندماج أحسن وسيلة للاندماج في الأزمات.

الكلمات المفتاحية

الأزمة المالية، أزمة الرهن العقاري، التوريق، الإندماج، نشاط عمليات الإندماج خلال الأزمة، المخاطر، المصارف، الشركات، بنك jp Morgane Chase & Go، بنك Bear Stears، بنك واشنطن متشوال.

Résumé

Les fusions dans le monde représentent une restructuration et une distribution majeure des ressources de l'entreprise et constituent l'un des moyens les plus efficaces pour améliorer la stratégie de croissance de l'entreprise. Ces opérations ont encouragé les entreprises à se faire concurrence et à accroître leurs possibilités d'expansion.

La question des fusions est une stratégie de réduction des risques face à la crise financière mondiale, en particulier dans le secteur bancaire, qui a notamment occupé l'avis et la recherche des économistes durant la période de crise financière de 2008, à travers l'étude et l'évaluation de l'activité du secteur bancaire, toutefois, elle n'a pas empêché des transactions importantes telles que JP Morgan Chase & Go, Bear Stearns et Bank of Washington d'être une des fusions les plus réussies. La Banque a amélioré ses performances et réduit ses risques de crise, cela montre que le processus d'intégration est le meilleur moyen de survivre en situation de crise.

Les mots clés

Crise financière, crise des subprimes, titrisation, fusions, Activité de fusions pendant la crise, risques, banques, entreprises, Banque JP Morgan Chase & Go, Banque Bear Stears, Banque Washington Mutuelle.