

ملخص محاضرة الأزمات المالية

1. مفهوم الأزمة المالية وأنواعها

• المفهوم

لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية، لكن من المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية، هو أن الأزمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى.

• أنواع الأزمات المالية

1. الأزمات المصرفية: تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع. فبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية "Systematic Banking Crisis". وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان. وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار "بنك الولايات المتحدة Bank of United States" في عام 1931 وبنك "Bear Stearns".

2. أزمات العملة وأسعار الصرف: تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات **Balance of Payments Crisis**. وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997. وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قراراً تطوعياً من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قراراً ضرورياً تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجة. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع

غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدث الانكماش بل قد تصل الى درجة الكساد.

3. أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات": 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 انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيع ذلك 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 الأخرى.

II. أسباب الأزمات المالية

تتعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضاً في حدوثها وتأثيرها ومداهما الزمني. فمنها ما قد ينتج عن زعر مصرفي " Banking Panic"، والذي بدوره يترتب عليه كساد أو انكماش في النشاط الاقتصادي، بينما في أحيان أخرى قد يكون السبب انهيار حاد في أسواق الاسهم خاصة بعد وجود فقاعة، في أسعار بعض الأصول – كما سبق الإشارة-؛ أو بسبب أزمة عملة وانهيار سعر الصرف مما ينتج عنه عدداً من الآثار السلبية على المسار التنموي للاقتصاد الوطني.

وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى الجدل الدائر حول إلقاء ظلال المسؤولية على النظام الرأسمالي. فهناك من يرفض النظام الرأسمالي برمته، فوفقاً لنظرية "مينسكي" **"Minsky's Theory"** فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة أو ما أسماه **"Financial Fragility"** وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل. و تدور نظرية **"مينسكي"** في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي على أن أي اقتصاد يمر بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى **"التمويل المتحوط"**. وفي إبان مرحلة النمو، تبدأ التوقعات المتفائلة في الطفو على السطح وتتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلات ذكر. وتنقل **"عدوى"** النفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً، ولكن بناءً على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحهم المتوقعة. وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد

تحمل مخاطرةً بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً.

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات "game theory" تحت ما يعرف "بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية" **Coordination Games**. إذ تؤكد أدوات التحليل الإقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون،....). فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذه. بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصل ما، بناءً على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع. بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، حينئذ، تبدو الصورة مختلفة. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج "بول كروجمان Paul Krugman" - ذلك السلوك. على سبيل المثال أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع لمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعلياً.

ومع اختلاف صور الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي إلا أن هناك عدة عوامل قد تزيد من حدة و تأثير تلك الأزمات، مثل:

- **عدم الموائمة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية:** حيث لا تتناسب المخاطر التي تتحملها تلك المؤسسات مع أصولها، خاصة مع ارتفاع الوزن النسبي لحجم الأصول طويلة الأجل بميزانية تلك المؤسسات، وبالتالي تتعرض لإمكانية التعثر والإفلاس. فعلى سبيل المثال حين تتيح البنوك سحب الودائع في أي وقت بينما تتوسع في الإقراض طويل الأجل - كالقروض لتمويل شراء العقارات مثلاً - فهي بذلك تتحمل مخاطر مالية مرتفعة. كذلك الحال بالنسبة للدول، فكثير من الاقتصاديات النامية تلجأ إلى إصدار سندات قيمتها الاسمية بقيمة بالدولار أو اليورو، وهو ما قد يؤدي إلى عدم تناسب القيمة الاسمية للالتزامات - أي السندات المصدرة - وأصول تلك الحكومات المتمثلة في الضرائب المحصلة بالعملة المحلية. وفي تلك الحالة تظهر إمكانية حدوث ما يسمى بحالة التعثر عن سداد الالتزامات أي عندما تعجز تلك الحكومات عن الوفاء بالتزاماتها من العملة الأجنبية عند استحقاق تلك السندات.

- **أثر العدوى أو ما يسمى "Contagion Effect"** أي انتقال الأزمات المالية - مثل تلك الخاصة بأسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم - وانتشارها في دول أخرى. ويختلف الاقتصاديون حول ما إذا كان حدوث أزمة في أكثر من دولة في ذات الوقت نتيجة لانتشار

غير مبرر "للعوى" بالفعل، أم بسبب مشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصاديات التي انتقلت إليها الأزمة، سواء اختلفت تلك الأسباب فيما بينها أم تشابهت.

III. لمحة مختصرة لأهم الأزمات المالية التي عرفها النظام الرأسمالي

شهد العالم وبصورة أساسية الاقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات منذ أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين و من أهمها:

• **أزمة عام 1866** حيث تعرضت عدد من البنوك الإنجليزية للإفلاس، مما أدى في إلى أزمة مالية عصفت باستقرار النظام المالي البريطاني. وتعد هذه الأزمة أقدم الأزمات المالية التي عرفها العالم.

• **أزمة " الكساد الكبير Great Depression " في 1929** والتي تعد أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثراً. إذ هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بنسبة 13 %، ثم توالى الانهيارات في أسواق المال على نحو ما لبث أن امتدت آثاره بشراسة على الجانب الحقيقي للاقتصاد الأمريكي وما تبعه من انهيار في حركة المعاملات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي تمثلت مظاهره في:

- انخفاض شديد في الاستهلاك الكلي
- انخفاض الاستثمارات من جانب القطاع الانتاجي
- ارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالى ثلث قوة العمل الأمريكية في عام 1932.

النتائج المترتبة:

- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.
- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل، دعه يمر".
- قيام الاقتصاديون في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.
- ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

• **أزمة الديون العالمية مع بداية الثمانينات** من القرن العشرين: ففي ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال، توسعت البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث. وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض بتعثر تلك الحكومات وعلان الدول المدينة عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها، كما فعلت المكسيك في العام 1982 وتبعها عدد من الدول.

النتائج المترتبة:

- بدأت محاولات حكومات الدول الدائنة لاحتواء أزمة الديون العالمية خوفاً من انهيار مؤسساتها المالية وقطاعها البنكي، فتدخلت لمنع مؤسساتها المالية من الإفلاس وانهيار جهازها المصرفي

- استمرت الأزمة على مدار عقدين من القرن الماضى، وخضوع الدول المدينة لوصفة المؤسسات الدولية تحت ماعرف ببرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي "Economic Reform and Structural Adjustment Program".

• **الأزمة المالية عام 1997:** شهدت الدول الآسيوية أزمة مالية شديدة بدأت بانهيار عملة تايلاند عقب قرار تعويم العملة الذى اتخذته الحكومة والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها فى دعم عملتها فى مواجهة موجة المضاربات القوية التى تعرضت لها.

النتائج المترتبة:

- أثر ذلك فوراً على دول أخرى مثل الفلبين، اندونيسيا ، كوريا الجنوبية وغيرها.
- تفاقمتم الأزمة حيث تزايد حجم الدين الخارجى لأربعة من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180% من حجم إجمالى الناتج المحلى لها.
- تدخلت المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولى فتم طرح حزمة سياسات لانقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادى والهيكلى كما حدث فى أندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التى رفضت هذه الحزمة.

• **الأزمة المالية لسنة 2008:**

تعرض العالم مع نهاية العقد الاول من القرن الحادي و العشرين لأزمة مالية توصف بأنها الأسوأ ربما منذ أزمة الكساد الكبير على حد تعبير الخبراء الاقتصاديين.

• **الأزمة فى الولايات المتحدة الأمريكية:**

اندلعت أزمة الرهن العقاري فى الولايات المتحدة الأمريكية فى بداية العام 2007 حيث كان هناك ندرة فى السيولة فى أسواق الائتمان والأجهزة المصرفية العالمية، إلى جانب بداية الانكماش فى قطاع العقارات فى الولايات المتحدة، والممارسات المرتفعة المخاطرة فى الاقتراض والاقتراض. وقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات، والتى نتجت عن تسويق العقارات لمحدودى الدخل فى الولايات المتحدة بطريقة ملتفة وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودى الدخل فقد كانت فى مجملها التفاف على قوانين الدولة والحد الائتماني. حيث تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة. وعند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط 3 أضعاف عن الشهر الذى لم يتم سداه. فضلاً عن وجود بنود فى العقود ترفع الفائدة عند تغييرها من البنك الفيدرالى الأمريكى، فيما يسمى بالرهن العقاري ذى الفائدة القابلة للتغيير **Adjustable Rate Mortgages**

.ARM

حيث شهدت السنوات السابقة لذلك تساهلاً ملحوظاً فى شروط الائتمان واتجاهاً طويلاً المدى لارتفاع أسعار العقارات، حيث ارتفعت أسعار العقارات (بالتحديد السكنية منها) بما يقرب 124% خلال الفترة 1997-2006، مما حفز الكثيرون على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة، حيث ارتفع معدل التملك السكنى فى الولايات المتحدة الأمريكية من 64% فى 1996

الى 69.2% فى 2004. وفى ظل الارتفاع العام لأسعار تلك العقارات أخذ كثير منهم فى الاقتراض بضمان قيمتها -التي لم تسدد فى الأساس - وكان الاعتماد فى هذه القروض بشكل أساسي على قيمة العقار التي تتزايد باستمرار فى السوق كضمان.

وبعد فترة، وتحديدًا خلال عامي 2006 و 2007 بدأت أسعار الفائدة فى الارتفاع على غير المتوقع مما أدى إلى تزايد التزامات محدودى الدخل حيث ارتفعت أعباء قروض العقارات التي التزموا بها، بالإضافة إلى القروض التي تشكل قيمة العقارات ضماناً لها، فامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقهم الأقساط المتزايدة، وبدأت أسعار العقارات تهوى لأسفل. ولاحتواء ذلك الوضع قامت البنوك وشركات العقار ببيع ديون المواطنين فى شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان العقارات، الذين لجأوا بدورهم -بعد أن تفاقمتم المشكلة- لشركات التأمين التي أوجدت من الأزمة فرصة للربح بضمان العقارات فيما لو امتنع محدودو الدخل عن السداد. فقامت بتصنيف سندات الديون لفئتين (أ) قابله للسداد (ب) لا يمكن سدادها وبدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من هؤلاء المستثمرين.

وفى ظل تلك الظروف قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض أسعار الفائدة حيث قام فى **جانفي 2008** بخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجياً إلى 2% بين يناير وافريل من ذات العام.

ولدى تفاقم الأزمة وتوقف محدودى الدخل عن السداد، اضطرت الشركات والبنوك لمحاولة بيع العقارات محل النزاع والتي رفض ساكنوها الخروج منها، فعجزت قيمة العقار عن تغطية التزامات أياً من البنوك أو شركات العقار أو التأمين، مما أثر على السندات فطالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين، فأعلنت أكبر شركة تأمين فى العالم "ايه آي جي AIG" عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريباً مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها، ولحق بها كثير من المؤسسات المالية الأمريكية مثل مورجان ستانلي و جولدمان ساكس، وفى سبتمبر 2008 أعلن بنك " الأخوة ليمنان Lehman Brothers " إفلاسه.

و قد قُدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم فى يوليو 2008 بما يقرب من 435 مليار دولار أمريكي، وشهدت البورصات فى أغسطس 2007 تدهوراً شديداً أمام مخاطر اتساع الأزمة وتدخلت المصارف المركزية لدعم سوق السيولة.

هذه الأزمة ما لبثت أن ظهرت آثارها بأن شهد الاقتصاد الأمريكي انكماشاً ملحوظاً على مدار العام 2008، ظهرت جلية فى معدلات البطالة، حيث وصلت معدلات البطالة إلى 6.1%، وهو المعدل الأعلى فى خمس سنوات فى سبتمبر 2008. حيث قام أصحاب العمل بالاستغناء عن ما يقرب من 605,000 وظيفة منذ بداية الشهر الأول من نفس العام. وقد انعكست هذه الصورة السلبية على سوق الأوراق المالية فى صورة انخفاضات حادة فى أسعار الأسهم والسندات.

• **الأزمة فى أوروبا:**

امتد أثر الأزمة المالية بطبيعة الحال ليشمل الدول الأخرى وعلى رأسها دول الاتحاد الأوروبي، حيث هبط الإنتاج الصناعي الأوروبي فى مايو 2008 بمعدل 1.9%، وهو الانخفاض الأكثر حدة فى شهر واحد منذ أزمة سعر الصرف فى 1992. وقد سجل الاقتصاد الأوروبى فى الربع

الثانى من العام انخفاضاً قدره 0.2%. على سبيل المثال ارتفعت حالات البطالة فى الاقتصاد البريطانى حسب إحصاءات "مكتب الإحصاءات القومية إلى 904,900، بزيادة حوالى 32,500 حالة وذلك فى أغسطس 2008. بينما شهد الاقتصاد الأيرلندى فى الربع الأول من العام انكماشاً فى اجمالى الناتج المحلى قدره 1.5%، وهى السابقة الأولى لها منذ عام 1983، وكذلك انكماشاً قدره 0.5% فى الربع الثانى لتصبح بذلك أيرلندا أولى دول الاتحاد الأوروبى دخولاً فى الكساد الإقتصادى.

أما أسبانيا فقد نجحت فى تجنب الانكماش فى النشاط الإقتصادى ولكنها – بالرغم من ذلك – قد عانت من ارتفاع شديد فى معدلات البطالة حيث وصلت إلى 9.9%، فقد ازدادت حالات البطالة فى الاقتصاد الأسبانى بنحو 425 ألف حالة عن العام 2007. كل تلك الظواهر الخاصة بالأزمة انتقلت بدورها إلى الدول الأخرى مثل بلجيكا والنمسا والمانيا والسويد والدانمرك وغيرهم من الدول الأوروبية.

● سياسة العلاج ومواجهة الأزمة:

ففى الولايات المتحدة: أوصى كل من محافظ البنك الفيدرالى ووزير الخزانة الأمريكى بضرورة تخصيص كم كبير من التمويل لإعادة الاستقرار للقطاع المالى الأمريكى. كذلك تدخلت الحكومة الأمريكية فى سوق المال وذلك بمنع البيع على المكشوف لنحو 799 سهم مدرجة فى سوق الأسهم الأمريكية. وتبلغ التقديرات المبدئية للتكلفة المالية للخزانة الأمريكية فى المشروع الذى قدمته إدارة "بوش" فى سبتمبر 2008 بحوالى 700 مليار إلى تريليون دولار أمريكى. والمفارقة الغربية أن وصفة العلاج التى طرحتها الدول الغربية وعلى رأسها الولايات المتحدة لمواجهة الأزمة تتعارض مع ما تنادى به دائماً من حرية القطاع المالى.

وفى إطار الخروج من الأزمة أيضاً فإن اللجوء للتأمين بات حلاً مطروحاً كورقة أخيرة فى أيدي تلك الحكومات للدفاع عن الاقتصاد القومى. وقد شهد مسلسل تأمين بعض المؤسسات المالية حلقات عديدة، منها تأمين "إندى ماك IndyMac" أحد أكبر مؤسسات القروض العقارية فى الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك فى يوليو 2008. فضلاً عن إنقاذ شركة التأمين الكبرى AIG مقابل امتلاك الحكومة لحصة تبلغ حوالى 80% من الشركة.

ولم يختلف الأمر كثيراً فى أوروبا، حيث تم تأمين عدد من البنوك والمؤسسات المالية الأوروبية. فقد شهد سبتمبر 2008 تأمين "برادفورد & بينجلى Bradford & Bingley"، أكبر مؤسسات القروض العقارية فى بريطانيا، كذلك قامت حكومة أيسلندا بشراء حصة 75% من "Glitnir Bank"، ثالث أكبر مؤسسة إقراض فى أيسلندا.

هذه الجهود المختلفة تأتى فى إطار محاولات الدول استعادة توازنها الذى فقدته فى ظل الأزمة المالية الراهنة، والذى كان احد أهم أسبابها – إن لم يكن أهمها على الإطلاق- هو أزمة الرهن العقارى التى ولّدها القطاع المالى.