



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي في ظهور الأزمات المالية

دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الأستاذ:
أ.د. عبد الرزاق بن الزاوي

إعداد الطالب:
نبيل بن موسى

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
أ.د. حياة بن سماعيل	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	رئيسا
أ.د. عبد الرزاق بن الزاوي	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	مشرفا ومقررا
د. الزهرة بن بريكتا	أستاذ محاضر - أ.	جامعة بسكرة	مناقشا
أ.د. موسى زواوي	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف 2	مناقشا
د. كريم زرمان	أستاذ محاضر - أ.	جامعة خنشلة	مناقشا
د. عبد الرزاق كبوط	أستاذ محاضر - أ.	جامعة باتنة	مناقشا

السنة الجامعية: 2021/2020



الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأمد في عمرهما.

إلى رفيقة دربي، زوجتي.

إلى أخواتي.

إلى زملائي في جامعة سطيف 2 وأخص بالذكر

الأستاذ الدكتور موسى زواوي.

إلى كل من شجعني وساعدني على مواصلة رحلتي العلمية الشاقة والممتعة ولاسيما

عادل.

أهديكم بحثي المتواضع.

شكر وتقدير

الحمد لله الذي منّ علينا بإتمام العمل.

أتقدم بعظيم الشكر والعرفان والتقدير لأستاذي الفاضل

الأستاذ الدكتور عبد الرزاق بن الزاوي على حسن إشرافه وتشجيعه وتوجيهاته
ونصائحه القيمة خلال رحلتي العلمية، حيث كان له الفضل في إتمام العمل
وإثرائه.

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان لأساتذتي أعضاء لجنة المناقشة على تكريمهم
بقبول قراءة ومناقشة هذا العمل.

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل.

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أسباب الأزمات المالية من خلال دراسة العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي قبل وقوع الأزمات المالية وخلاها، حيث ركزت الدراسة على أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 باعتبارهما أشد الأزمات الدولية التي اجتاحت النظام المالي الحالي المؤسس على الحرية المالية والاقتصادية المفرطة. جاءت الدراسة كمحاولة للإجابة على التساؤل التالي: كيف يساهم الاختلال بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي في ظهور الأزمات المالية؟. للإجابة على التساؤل وتحقيق هدف الدراسة، تم بناء نموذج قياسي يحدد العلاقة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي مع اختيار دولة تايلاند كعينة خلال الفترة الممتدة من 1972 إلى غاية سنة 2010 على اعتبار أنها دولة ناشئة نجحت في تحويل اقتصادها من اقتصاد ريعي إلى اقتصادي صناعي تنافسي، إضافة إلى أنها مهد أزمة جنوب شرق آسيا 1997 ومن بين الدول الآسيوية التي تأثرت بشدة بتبعات الأزمة المالية العالمية 2008. خلصت الدراسة إلى أن الأزمات المالية عادة ما يسبقها تضخم القطاع المالي ونموه بعيدا عن أحداث القطاع الحقيقي ما يعني ضعف الارتباط بينهما وهو ما يؤثر سلبا على القطاع المالي والقطاع الحقيقي ومن ثم الاستقرار الاقتصادي والمالي.

الكلمات المفتاحية: أزمة مالية؛ قطاع حقيقي؛ قطاع مالي؛ أزمة جنوب شرق آسيا 1997؛ الأزمة المالية العالمية 2008.

Résumé

Cette étude a visé à enquêter sur les causes des crises financières en étudiant la relation entre le secteur financier et le secteur réel avant la survenue de crises financières, alors que l'étude se concentrait sur la crise financière Asiatique de 1997 et la crise financière mondiale de 2008, car ce sont les crises internationales les plus graves qui ont envahi le système financier actuel qui est basé sur une liberté financière et économique excessive. L'étude a tenté de répondre à la principale question : comment le déséquilibre entre le secteur financier et le secteur réel contribue-t-il à l'émergence de crises financières ? Pour répondre à la question et atteindre l'objectif de l'étude, un modèle économétrique a été construit qui définit la relation entre le secteur réel et le secteur financier avec le choix de la Thaïlande comme échantillon pendant la période de 1972 à 2010, considérant qu'il s'agit d'un pays émergent qui a réussi à transformer son économie d'une économie rentière en une économie industrielle compétitive, En outre, il a été le berceau de la crise Asiatique de 1997 et parmi les pays d'Asie qui ont été durement touchés par les conséquences de la crise financière mondiale de 2008. Il a été conclu que les crises financières sont généralement précédées par l'expansion du secteur financier loin des événements du secteur réel, ce qui signifie un lien faible entre eux, ce qui affecte négativement le secteur financier et le secteur réel, puis la stabilité économique et financière.

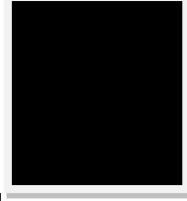
Mots Clés: Crise Financière, Secteur Réel, Secteur Financier, Crise Financière Asiatique 1997, Crise Financière Mondiale 2008.

Abstract

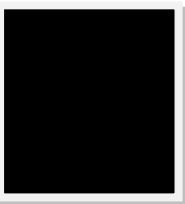
The present study aimed at investigating the causes of financial crises by studying the relationship between the financial and real sectors before and during the occurrence of financial crises. The study focused on the South-East Asian crisis 1997 and the global financial crisis 2008, as they are the most severe international crises that invaded the current financial system based on excessive financial and economic liberalization. The study endeavored to answer the principal question: How does the disequilibrium between the financial sector and the real sector contribute to the emergence of financial crises? To answer the question and achieve the aim of the study, an econometric model was built, defining the relationship between the real and financial sectors with the choice of Thailand as a sample during the period from 1972 to 2010, considering that it is an emerging country that has succeeded in transforming its economy from a rentier economy into a competitive industrial economy, as well as it was the cradle of the South-East Asian crisis 1997 and among the Asian countries that were severely affected by the repercussions of the global financial crisis 2008. Lastly, it was concluded that financial crises are usually preceded by the expansion of the financial sector far away from the real sector conditions, which means a weak link between them, which negatively affects both the financial and the real sectors, and then economic and financial stability.

Key words: Financial Crisis, Real Sector, Financial Sector, South-East Asian Crisis 1997, Global Financial Crisis 2008.

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



قائمة المحتويات



قائمة المحتويات

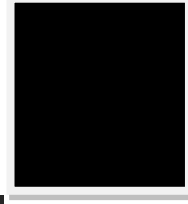
الصفحة	العنوان	
II	الإهداء	
III	شكر وتقدير	
IV	الملخص	
VII	قائمة المحتويات	
XII	قائمة الجداول	
XV	قائمة الأشكال	
XVII	قائمة الملاحق	
أ	المقدمة العامة	
ب	تمهيد	
ث	إشكالية الدراسة	
ث	فرضيات الدراسة	
ج	أهمية الدراسة	
ح	أهداف الدراسة	
ح	المنهج العلمي وأدوات البحث المستخدمة في الدراسة	
خ	الدراسات السابقة	
ر	هيكل الدراسة	
1	الفصل الأول: القطاعات الاقتصادية: إطار مفاهيمي	
2	تمهيد	
3	مفاهيم حول القطاع الحقيقي	المبحث الأول
3	مفاهيم حول القطاع الزراعي	المطلب الأول
12	مفاهيم حول قطاع الصناعة	المطلب الثاني
22	مفاهيم حول قطاع الخدمات	المطلب الثالث

30	مفاهيم حول القطاع المالي	المبحث الثاني
30	المؤسسات المالية البنكية	المطلب الأول
39	المؤسسات المالية غير البنكية	المطلب الثاني
46	الأسواق المالية	المطلب الثالث
57	الأدوار الاقتصادية للقطاعات الاقتصادية	المبحث الثالث
57	الأدوار الاقتصادية للقطاع الحقيقي	المطلب الأول
71	الأدوار الاقتصادية للقطاع المالي	المطلب الثاني
81	خلاصة الفصل الأول	
82	الفصل الثاني: الأزمات المالية: تأصيل نظري	
83	تمهيد	
84	مفهوم الأزمات المالية	المبحث الأول
84	تعريف الأزمة المالية، خصائصها، مراحلها، والنظريات المفسرة لها	المطلب الأول
92	أنواع الأزمات المالية	المطلب الثاني
104	مؤشرات الأزمات المالية	المطلب الثالث
113	أسباب الأزمات المالية	المبحث الثاني
113	أسباب كلية	المطلب الأول
122	أسباب مالية	المطلب الثاني
128	أسباب أخرى	المطلب الثالث
134	التطور التاريخي للأزمات المالية	المبحث الثالث
134	الأزمات المالية إلى غاية النصف الأول من القرن العشرين	المطلب الأول
138	أزمات النصف الثاني من القرن العشرين	المطلب الثاني
154	أزمات القرن الواحد والعشرون	المطلب الثالث
159	خاتمة الفصل الثاني	

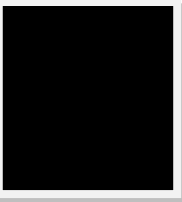
160	الفصل الثالث: أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008	
161	تمهيد	
162	أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008	المبحث الأول
162	أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997	المطلب الأول
182	أسباب الأزمة المالية العالمية 2008	المطلب الثاني
201	تطور الأزميتين والجهود المبذولة لمواجهتهما	المبحث الثاني
201	تطور أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والجهود المبذولة لمواجهتها	المطلب الأول
223	تطور الأزمة المالية العالمية 2008 والجهود المبذولة لمواجهتها	المطلب الثاني
246	خلاصة الفصل الثالث	
247	الفصل الرابع: الدراسة القياسية للعلاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي	
248	تمهيد	
249	مرحلة تعيين أو توصيف النموذج	المبحث الأول
249	تحديد متغيرات النموذج	المطلب الأول
260	اختبار جودة توصيف النموذج واختبارات الفروض	المطلب الثاني
269	اختبارات الكشف عن المشاكل القياسية	المبحث الثاني
269	اختبارات الكشف عن الامتداد الخطي المتعدد أو الازدواج الخطي (Multicollinearity)	المطلب الأول
272	اختبار الكشف عن عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي (Heteroscedasticity Test)	المطلب الثاني
275	اختبار الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي	المطلب الثالث
279	اختبارات استقرار أو سكون السلاسل الزمنية (Stationarity)	المبحث الثالث
279	اختبار استقرارية السلسلة الزمنية للمتغير التابع	المطلب الأول
287	اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات التابعة	المطلب الثاني
293	اختبارات التكامل المشترك (Cointegration) والسببية (Casuality)	المبحث الرابع
293	اختبارات التكامل المشترك	المطلب الأول
298	اختبار السببية	المطلب الثاني
305	خلاصة الفصل الرابع	

306	الخاتمة العامة
311	نتائج الدراسة
315	اختبار الفرضيات
316	التوصيات
320	آفاق البحث
322	الملاحق
363	المراجع
391	الفهرس

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



قائمة الجداول



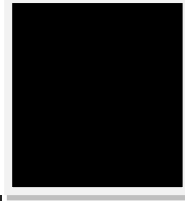
إعداد الطالب: نبيل بن موسى

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
215	مؤشرات الضعف في اقتصادات دول جنوب شرق آسيا في سنة 1996	1-3
259	نتائج تقدير النموذج الأولي	1-4
260	نتائج اختبار "جارك-بيرا" (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي على النموذج الأولي	2-4
261	نتائج تقدير النموذج الأولي بعد التصحيح	3-4
262	نتائج تقدير مربع بواقي التقدير (RSS) في النموذج الأولي والمصحح	4-4
263	نتائج اختبار "رامسي للبوقي" (Ramsey Reset Test)	5-4
264	نتائج تقدير النموذج الثاني بعد التصحيح	6-4
270	نتائج اختبار "ف" (F).	7-4
271	نتائج تحليل "فريش" (Frisch)	8-4
272	نتائج تقدير النموذج الثالث بعد التصحيح	9-4
273	نتائج اختبار بروش-بيقان (Breusch-Pagan) لعدم ثبات تباين الحد الخطأ العشوائي	10-4
274	نتائج اختبار "وايت" (White) لعدم ثبات تباين الحد الخطأ العشوائي	11-4
275	نتائج اختبار "أرك" (ARCH) لعدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	12-4
277	نتائج اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey) للارتباط الذاتي بين الأخطاء	13-4
278	نتائج تقدير النموذج الثالث بعد التصحيح	14-4
278	نتائج اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey) للارتباط الذاتي بين الأخطاء بعد التصحيح	15-4
280	نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار مع وجود اتجاه زمني وحد ثابت	16-4

281	نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار مع وجود حد ثابت	17-4
282	نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار بدون اتجاه زمني وحد ثابت	18-4
283	نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول مع اتجاه زمني وحد ثابت	19-4
284	نتائج اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) للسلسلة الزمنية للاستثمار	20-4
285	اختبارات "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) للسلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول	21-4
286	نتائج اختبارات KPSS لاستقرار السلسلة الزمنية للاستثمار	22-4
287	نتائج اختبارات KPSS لاستقرار السلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول	23-4
288	نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للإتفاق الحكومي	24-4
290	نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للضرائب على الصادرات	25-4
291	نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للمديونية الخارجية قصيرة الأجل	26-4
294	نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للبواقي	27-4
295	نتائج تقدير النموذج الثالث وفق نموذج تصحيح الخطأ	28-4
296	نتائج اختبارات عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	29-4
297	نتائج اختبار "جوهانسون" (Johansen) للتكامل المشترك	30-4
298	نتائج اختبار "غرانجر" (Granger Casualty) للعلاقة السببية بين المتغيرات	31-4
299	تقدير النموذج عند الفرق الأول	32-4
300	نتائج اختبارات الكشف عن عدم ثبات تباين حد الخطأ للنموذج عند الفرق الأول	33-4

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



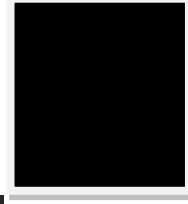
قائمة الأشكال



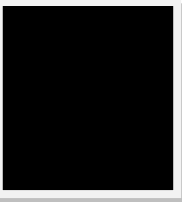
قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
35	هيكل النظام البنكي	1-1
97	تطور أزمات العملة خلال الفترة 1998-80	1-2
99	الأزمات البنكية خلال الفترة 1998-80	2-2
99	حلقة الأزمات البنكية وأزمة العمل	3-2
101	متوسط عدد الأزمات المالية خلال عقود	4-2
143	معدلات نمو النقود في الدول السبع الأكثر تصنيعاً	5-2
192	المجاميع البنكية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي	1-3
193	صافي الائتمان الأمريكي في الفترة 2008-1946	2-3
229	التسلسل الزمني للازمة في الاقتصادات المتقدمة والناشئة	3-3
276	مناطق القبول والرفض لاختبار "دارين-واتسن" (Durbin-Watson)	1-4
293	السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج	2-4
295	التوزيع الطبيعي للبواقي	3-4

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



قائمة الملاحق



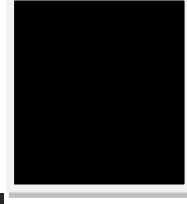
قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
01	تطور الاستثمار، العرض النقدي بالمفهوم الواسع (M2)، الإنفاق الحكومي، الضرائب على الصادرات، المديونية الخارجية قصيرة الأجل، والمديونية الخارجية طويلة الأجل في تايلاند خلال الفترة 1972-2010 (1972 سنة أساس)	323
02	نتائج تقدير النموذج الأولي (حسب مخرجات برنامج EViews8)	325
03	نتائج اختبار "جارك-بيرا" (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي على النموذج الأولي (حسب مخرجات برنامج EViews8)	325
04	نتائج تقدير النموذج الأولي بعد التصحيح (حسب مخرجات برنامج EViews8)	326
05	نتائج تقدير النموذج الأصلي والمصحح (حسب مخرجات برنامج EViews8)	327
06	نتائج اختبار "رامسي للبقايا" (Ramsey Reset Test) للبقايا (حسب مخرجات برنامج EViews8)	328
07	نتائج تقدير النموذج الثاني بعد التصحيح (حسب مخرجات برنامج EViews8)	328
08	نتائج تقدير النموذج الثالث بعد التصحيح (حسب مخرجات برنامج EViews8)	329
09	نتائج اختبار "بروش-بيقان" (Breusch-Pagan) لعدم ثبات تباين الحد الخطأ العشوائي (حسب مخرجات برنامج EViews8)	329
10	نتائج اختبار "وايت" (White) لعدم ثبات تباين الحد الخطأ العشوائي (حسب مخرجات برنامج EViews8)	330
11	نتائج اختبار "أرك" (ARCH) لعدم ثبات تباين حد الخطأ (حسب مخرجات برنامج EViews8)	330

331	نتائج اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey) للارتباط الذاتي بين الأخطاء (حسب مخرجات برنامج EViews8)	12
331	نتائج تقدير النموذج الثالث بعد التصحيح (حسب مخرجات برنامج EViews8)	13
332	نتائج اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey) للارتباط الذاتي بين الأخطاء بعد التصحيح (حسب مخرجات برنامج EViews8)	14
332	الارتباط الذاتي الجزئي والارتباط الذاتي للسلسلة الزمنية للاستثمار (حسب مخرجات برنامج EViews8)	15
333	نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار مع وجود اتجاه زمني وحد ثابت (حسب مخرجات برنامج EViews8)	16
333	نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار مع وجود حد ثابت (حسب مخرجات برنامج EViews8)	17
334	نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار بدون اتجاه زمني وحد ثابت (حسب مخرجات برنامج EViews8)	18
335	نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول مع اتجاه زمني وحد ثابت (حسب مخرجات برنامج EViews8).	19
336	نتائج اختبار "فيليس-بيرون" (Phillips-Perron) للسلسلة الزمنية للاستثمار (حسب مخرجات برنامج EViews8)	20
336	نتائج اختبار "فيليس-بيرون" (Phillips-Perron) للسلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)	21

337	نتائج اختبار KPSS لاستقرار السلسلة الزمنية للاستثمار (حسب مخرجات برنامج EViews8)	22
337	نتائج اختبار KPSS لاستقرار السلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)	23
338	نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للإنفاق الحكومي	24
344	نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للضرائب على الصادرات (حسب مخرجات برنامج EViews8)	25
350	نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للمديونية الخارجية قصيرة الأجل (حسب مخرجات برنامج EViews8)	26
356	نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للبواقي (حسب مخرجات برنامج EViews8)	27
357	نتائج تقدير النموذج الثالث وفق نموذج تصحيح الخطأ (حسب مخرجات برنامج EViews8)	28
357	نتائج اختبارات عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	29
358	نتائج اختبار "جوهانسون" (Johansen) للتكامل المشترك (حسب مخرجات برنامج EViews8)	30
359	نتائج اختبار "غرانجر" (Granger Casualty) للعلاقة السببية بين المتغيرات (حسب مخرجات برنامج EViews8)	31
359	تقدير النموذج عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)	32
360	الارتباط الذاتي الجزئي والارتباط الذاتي للسلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)	33
361	نتائج اختبارات الكشف عن عدم ثبات تباين حد الخطأ للنموذج عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)	34

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



المقدمة العامة



تمهيد

عرفت الأنظمة الاقتصادية طفرة كبيرة بظهور النقود، فتخلصت المجتمعات من مشاكل المقايضة في التبادل وإشباع الحاجات وانتقلت إلى التبادل النقدي استجابة للتغيرات الاقتصادية والاجتماعية؛ فانفتحت المجتمعات على بعضها البعض وظهرت التبادلات التجارية والاتجاه إلى التخصص في الإنتاج زاد من الحاجة للنقود لتسهيل تسوية التبادلات وتنميتها، وهو ما خدم القطاع الحقيقي الذي شهد نمواً وتوسعا. لم يقتصر التغير في العلاقات الاقتصادية على التغير العيني في طرق الإنتاج والتجارة، بل إن التغير شمل كذلك النقود التي ما لبثت أن تحولت إلى رأسمال أسوة بالأصول العينية الإنتاجية بفضل ظهور البنوك والأسواق المالية.

ظهرت مع النقود تفرقة أساسية بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، فبالرغم من الأهمية البالغة للقطاع الحقيقي باعتباره القطاع المسئول عن الإنتاج ومن ثم توليد الدخل والثروة وزيادة فرص العمل وإشباع الحاجات البشرية، إلا أن تحقيق ذلك يبقى مرتبطاً بوجود القطاع المالي، إذ لا بد من مؤسسات وأدوات مالية تقوم بتسوية الحقوق والالتزامات الناشئة عنه. رغم أهمية القطاع المالي، إلا أن التطور المستمر في القطاع الحقيقي يتوقف على تحقيق توازن بين القطاعين، فالحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي مرهون بتحقيق التوازن بين الأصول المالية والأصول الحقيقية، أي توازن القطاع الحقيقي والقطاع المالي. تعتبر الأصول المالية انعكاساً عن الأصول الحقيقية، فالعلاقة بينهما هي علاقة تابع بمتبوع، حيث ينزب على تجاوز حجم الأصول المالية حجم الأصول الحقيقية مشاكل اقتصادية ومالية؛ كارتفاع معدل التضخم وانخفاض القيمة الحقيقية للأصول المالية، في حين يؤدي زيادة حجم الأصول الحقيقية عن حجم الأصول المالية إلى انخفاض الطلب نتيجة عدم كفاية السيولة وانتشار حالة كساد اقتصادي وبطالة، ومن ثم انخفاض قيمة الأصول الحقيقية. ولذلك، سعت كافة الدول إلى تحقيق التوازن بين القطاعين قصد تحقيق الاستقرار الاقتصادي وزيادة مستوى النشاط الاقتصادي مستعملة في ذلك كافة أدوات السياسة المالية والنقدية المتاحة.

على الرغم من أهمية الارتباط بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي وتوازن العلاقة بينهما، إلا أن الاقتصاد العالمي عرف تناقضات كثيرة، حيث عرف بعد الحرب العالمية الثانية استقراراً نسبياً في ظل قاعدة الذهب فكان نمو العرض النقدي يتم بوتيرة مستقرة قاربت الناتج المحلي الإجمالي، ما جعل ظهور الأزمات المالية أمراً نادر الحدوث. غير أن فترة الاستقرار لم تستمر طويلاً، حيث أدت خطوة الولايات المتحدة الأمريكية، التي كانت راعية استقرار النظام الاقتصادي الدولي، بفك الارتباط بين حجم العرض النقدي والاحتياطي من الذهب في سنة 1971، أي فصل العلاقة بين القطاعين الحقيقي والمالي، إلى تقلبات حادة واختلالات خطيرة بين الأصول العينية والمالية

وتضخم كبير في قيمة الأصول المالية، مع حدوث تغييرات هيكلية بالتحول نحو الاقتصاد المالي الذي تهيمن فيه البنوك والمؤسسات المالية على الاقتصاد، فتحققت طفرة في الإقراض والاقتراض وتوسع توريق القروض والتعامل المكثف بالمشتقات المالية التي وصلت إلى أضعاف الأصول المالية الرئيسية المشتقة منه. ونتيجة لذلك، اتسعت الفجوة بين حجم القروض المقدمة من البنوك وودائعها، حيث اتجهت البنوك إلى غلق الفجوة من خلال الاقتراض وبذلك انحرفت البنوك في نشاطها من الإقراض للإنتاج إلى الإقراض للإقراض للحصول على فائدة تضمن وضعها ماليا مربحا للبنوك.

ساهم تحرير الأسواق المالية وترويج الابتكارات المالية في تعاضم أهمية رأس المال النقدي على حساب رأس المال الإنتاجي وزاد الإقبال على الربح بدلا من الربح، مع تسجيل ارتفاعات قياسية في أسعار الأصول المالية إلى مستويات مبالغ فيها تفوق بأضعاف قيمة الأصول الحقيقية، وأصبحت حركة رؤوس الأموال الدولية تفوق بكثير التجارة الدولية للسلع نتيجة تراكم الكتلة النقدية المتداولة (السيولة) واستعمالها في المضاربة نظرا لانخفاض العائد من الاستثمار في القطاع الحقيقي مقارنة بالقطاع المالي. وبذلك، تضخم القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي وزاد الانفصال بينهما، ونمت المديونية قصيرة الأجل بشكل كبير، وأصبحت حركة رأس المال وتسعير الفائدة والصرف يتم بعيدا عن ظروف الإنتاج وحركة التجارة الدولية، ما أدى إلى جعل الاستقرار الاقتصادي شديد الهشاشة وأكثر عرضة للهزات والصدمات التي انتهت في أغلبها بأزمات مالية.

وعليه، أصبح العالم يشهد كل فترة أزمة مالية أشد وأسرع وأكثر تعقيدا وعصية على المعالجة وأكثر قدرة على نقل عدواها إلى أطراف ودول أخرى. وفي هذا السياق، وفي خضم تطور وتسارع التطورات الاقتصادية والمالية بعد سلسلة من الأزمات المالية، ظهرت أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 كأشد الأزمات المالية الدولية منذ الحرب العالمية الثانية في ظل نظام مالي عالمي قائم على الحرية المالية وتحييد تدخل الدول في النشاط الاقتصادي والانفتاح المالي وعولمة الاقتصاد وأولوية القطاع المالي، في ظل ضعف الأطر والمؤسسات الرقابية على النظام المالي في مسعى لتطوير البنية التحتية والقطاع الحقيقي. أبانت الأزمات عن إخفاق الدول والمؤسسات المالية ومنظمات الأعمال في توقع الأزمات وعلى التكيف مع سرعة الأزمة ومواكبة الابتكار والعولمة والتحكم الآمن مع ابتكارات الهندسة المالية، حيث ترتب عليهما انهيارات مالية واقتصادية كبيرة انتهت بأزمة ثقة خطيرة غير مسبقة في المؤسسات والأطر المحلية والدولية الحالية تعالت معها الأصوات المنادية بالبحث عن أطر استقرار مالية وطنية وأنظمة مالية تكون بديلة للأنظمة الموجودة التي عاجزت عن الحد من الأزمات وتوفير الاستقرار المالي والاقتصادي.

إشكالية الدراسة

شهد العالم خلال مراحل تطوره أزمات مالية متنوعة من حيث فترتها وحدتها وتكلفتها ومنشؤها. مع انهيار نظام "بروتن وودز" وزوال كل القيود التي كانت تحد من التوسع النقدي، عرفت حركة التحرير المالي وحركة رؤوس الأموال توسعا غير مسبوق رفعت كثير من القيود والاشنراطات على عمل البنوك، الأمر الذي صب في صالح القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي، حيث اتجهت الاستثمارات إلى الأصول المالية لتحقيق عوائد ريعية سريعة وكبيرة على حساب الاستثمار في القطاع الحقيقي، فبدأ العالم يعرف تضخما كبيرا في قيمة الأصول المالية إلى أن أصبح حجم أصول القطاع المالي يفوق بأضعاف حجم أصول القطاع الحقيقي، وأصبح القطاع المالي لا يعكس القطاع الحقيقي. وبذلك، زادت هشاشة الاستقرار وهيئة البيئة المناسبة لظهور الأزمات المالية التي أصبحت أشد وأسرع وعصية على الحل والحد منها، أهمها على الإطلاق أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008.

ومن هذا المنطلق، جاءت هذه الدراسة الموسومة ب"أثر الاختلال بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي في ظهور الأزمات المالية: دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008" لتتقصى أسباب ظهور الأزمات المالية، وذلك من خلال طرح التساؤل التالي: كيف يساهم الاختلال بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي في ظهور الأزمات المالية؟. وانطلاقا من التساؤل الرئيسي، سيتم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي طبيعة العلاقة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي قبل ظهور الأزمات المالية؟
- ما هي أسباب ظهور الأزمات المالية، وعلى وجه الخصوص أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008؟

- كيف ساهم ضعف الارتباط بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي في ظهور الأزمات المالية؟

فرضيات الدراسة

في إطار استكمال جوانب الدراسة، وكمحاولة علمية لحل مشكلة الدراسة والوصول إلى النتائج والتوصيات، يمكن وضع بعض الفرضيات التي ستكون موضع اختبار وقياس في سياق الدراسة، نعرضها كالتالي:

- شجعت بيئة التحرير المالي والانفتاح الاقتصادي في الدول المتأزمة وضعف المؤسسات الإشرافية والرقابية على انحراف المؤسسات المالية عن أداء الأدوار المنوطة بها المتمثلة في خدمة القطاع الحقيقي، وتضخم القطاع المالي وابتعاده عن أحداث القطاع الحقيقي؛

- بعد ثورة التحرير المالي التي اجتاحت العالم، أصبح ظهور الأزمات المالية مقرونا بأسباب كثيرة ومتنوعة ومعقدة لعب فيها القطاع المالي الدور الأساسي؛
- لعبت السياسة النقدية والمالية التوسعية والمتساهلة التي انتهجتها الدول المتأثرة بأزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 دورا رئيسيا في تضخم الاقتصاد المالي وابتعاده عن الاقتصاد الحقيقي وضعف الارتباط بينهما.

أهمية الدراسة

يعتبر تحقيق الاستقرار الاقتصادي والحفاظ عليه من الاضطرابات والأزمات المالية غاية كل دولة، ففي ظلّه يتحقق التوسع الاقتصادي ويزداد الإنتاج والدخل القوميون وتحسن الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية. أعقب انهيار اتفاقيات "بروتن وودز" في 1971 تسارع الدول في تبني نهج التحرير المالي والاقتصادي ورفع القيود التي كانت تحد من التوسع النقدي في ظل ضعف الأطر الإشرافية والرقابية وعدم جاهزيتها للتعامل مع عواقب التحرير المالي، فشهدت الأصول المالية تضخما على حساب الأصول العينية، وبدأت وتيرة ظهور الأزمات المالية بالتسارع كان أهمها على الإطلاق أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008، اللتان تعتبران من أشد الأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ تأسيس النظام العالمي الحالي إضافة إلى طابعهما الدولي خلافا لأغلب الأزمات المالية.

وفي هذا الصدد، كشفت الأزمات المائتان عن قصور فادح في قدرة الدول والمؤسسات الدولية على استشراف الأزمات المالية، ومحدودية فعالية السياسات المالية والنقدية المنتهجة للحد من الأزمات. وعليه، تكتسي هذه الدراسة أهمية كبيرة نظرا لعدة أسباب، أهمها:

- تكرر حدوث الأزمات المالية والخسائر الكبيرة التي نتجت عنها، وهو ما يجعل من البحث فيها غاية في الأهمية لتجنب وقوع الأزمات، كما أن تأثر الدول النامية ومنها الجزائر بتبعات الأزمات المالية يجعل من تجنب الوقوع في نفس الأخطاء والاختلالات أمرا ضروريا وحيويا للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي ولاستمرار وتيرة التنمية الاقتصادية؛

- يجعل الدور المحوري للارتباط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي في ضمان استقرار الاقتصاد من البحث في العوامل المؤدية إلى ضعف الارتباط بينهما واختلال العلاقة بينهما أهم خطوة لتجنب وقوع الأزمات المالية؛

- يساهم البحث في الأزمات المالية وأسباب حدوثها في بناء جهاز للإنذار المبكر للأزمات المالية يكون فعالا في تصحيح الاختلالات في وقت مبكر قبل وقوع الأزمات المالية، وتوجيه متخذي القرار لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات للحفاظ على الاستقرار المالي ومنع وقوع الأزمات، ومن ثم الحفاظ على مكتسبات ومقدرات الدول ونجاح الإصلاحات الاقتصادية.

أهداف الدراسة

- تسعى هذه الدراسة إلى الإجابة على الإشكالية من خلال تحقيق جملة من الأهداف:
- التعرف على طبيعة العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي قبل وقوع الأزمات المالية، مع التركيز على أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008؛
 - البحث في أسباب الأزمات المالية من خلال التعرف على أسباب ضعف الارتباط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي؛
 - إبراز أثر ضعف الارتباط بين القطاعين في حدوث الأزمات المالية.

المنهج العلمي وأدوات البحث المستخدمة في الدراسة

تطلبت معالجة مشكلة الدراسة وفرضياتها استخدام منهجين بحثيين يعتبران الأنسب للبحوث من الطبيعة التحليلية والقياسية، هما:

- المنهج الوصفي التحليلي: والذي جرى استخدامه في وصف القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وتحديد العلاقات بينهما إضافة إلى وصف دقيق للأزمات المالية، مع التركيز على أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 من الناحية الكيفية والكمية، من خلال جمع المعلومات والبيانات وتحليلها لاستخلاص علاقة الاختلال بين القطاعين بظهور الأزمات المالية والتعبير عنها في شكل رقمي يوضح مقدارها ودرجة الارتباط بين القطاعين.

- المنهج التجريبي أو القياسي: فتم الاستعانة به لاختبار العلاقة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي في تايلاند التي تم اختيارها كنموذج دراسة على اعتبار أنها مهد أزمة جنوب شرق آسيا 1997 وأحد الدول الآسيوية التي تأثرت بشدة بتبعات الأزمة المالية العالمية 2008 للوصول إلى نتائج قابلة للتعميم، حيث تم صياغة نموذج قياسي

لفحص العلاقة بين القطاعان قبل ظهور أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 للخروج بنتائج لا تتعارض مع النظرية الاقتصادية، وتدعم ما تم التوصل إليه في الفصول النظرية. ولاستكمال جوانب الدراسة، تم الاستعانة في الجانب النظري بمراجع ومصادر متنوعة ومن جهات مختلفة على علاقة بموضوع الدراسة، فيما تم الاستعانة في الجانب التطبيقي بأساليب وأدوات الاقتصاد القياسي في اختبار وتقدير العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي بالاستعانة برنامج إيفيوز 8 (EViews 8) بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي في الحصول على الإحصائيات التي بني عليها نموذج الدراسة.

الدراسات السابقة

أولت كثير من الدراسات الأجنبية والعربية أهمية كبيرة لدراسة الأزمات، واستحوذت أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 على نصيب هام من تلك الدراسات بهدف استقصاء أسبابها واستخلاص دروس يستفاد منها للتعامل مع الأزمات المالية وتجنب حدوثها في المستقبل. على سبيل المثال، يمكن ذكر بعض الدراسات:

1- دراسة Nadeem UI Haque بعنوان "The Asian Crisis":

وهي عبارة عن مقال نشر في المركز المصري للدراسات الاقتصادية في عدده رقم 30 في جوان 1998 تناول الأزمة الآسيوية من حيث الأسباب والسياسات الاقتصادية المنتهجة من الدول الثلاث الرئيسية التي تضررت من الأزمة (كوريا، تايلاند، اندونيسيا). ركزت الدراسة في أسباب الأزمة على دور ضعف النظام المالي في دول الأزمة، كما أشارت الدراسة إلى عدم توقع الأزمة من مختلف المشاركين في الأسواق والمحللين، حيث لم تسجل علاوة الخطر أي ارتفاع حتى انفجار الأزمة. ورغم أهمية الدراسة وتطرقها إلى الأسباب الرئيسية، إلا أنها لم تشير إلى علاقة القطاع المالي والقطاع الحقيقي قبل حدوث الأزمة، كما أنها لم تتطرق إلى كثير من أسباب الأزمة التي لا تقل أهمية عن دور البنوك في الأزمة، وهو ما ستتطرق إليه دراستنا بشيء من التفصيل.

2- دراسة Davide Furceri & Annabelle Mourougane بعنوان "Financial

Crises : Past Lessons and Policy Implications

نشرت الدراسة في دورية "OECD Economic Department Working Papers" الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) في العدد رقم 668 في 17 فيفري 2009، حيث حاولت تسليط الضوء على الأزمة المالية العالمية 2008 في ضوء تجارب الولايات المتحدة السابقة والنظرية

الاقتصادية. خلصت الدراسة إلى أن الأزمات المالية غالباً ما تسبقها أزمات عملات، وأن الأزمة المالية العالمية 2008 تشبه كثيراً الأزمات السابقة في كونها ناتجة عن نمو ائتماني قوي في ظل تراخي السياسة النقدية، ما أدى إلى ارتفاع أسعار الأسهم وأسعار المنازل. رغم أهمية النتائج المستخلصة من الدراسة، إلا أنها لم تشير إلى العوامل الخارجية المسببة للأزمة المالية العالمية، كما أنها لم تتطرق بتفصيل أكثر إلى تطور القطاع الحقيقي قبل تفجر الأزمة ولا إلى العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي سواء بالتحليل أو القياس الاقتصادي واكتفت بالتركيز على البنوك في الولايات المتحدة، حيث سنحاول في دراستنا استكمال الدراسة بمعالجة الأسباب الرئيسية التي كانت وراء الأزمة بما فيها تلك التي لم يتم التطرق فيها في الدراسة، واستخدام الأساليب القياسية في اختبار الأسباب الرئيسية للأزمات المالية قصد الخروج بنتائج واقعية وذات مصداقية.

3- دراسة زياد حافظ بعنوان "الأزمة المالية العالمية: البحث عن نموذج جديد":

تعرضت الدراسة المنشورة في مجلة بحوث اقتصادية معاصرة العددان 55-56 في صيف-خريف 2011 بالدراسة إلى الأزمة المالية العالمية 2008 في سبيل تشخيص أسباب الأزمة، حيث أرجعت السبب إلى السياسات الاقتصادية والمالية المتبعة في الدول الصناعية، إلغاء قيود وأشكال كثيرة من الرقابة على النظام المالي، تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي، إفراط البنوك في تمويل القطاع العقاري وإهمال المخاطر المترتبة على الاستثمار فيه والتغيرات التي طرأت على الاقتصاد الأمريكي وتحوله إلى اقتصاد خدمي ومالي يحقق أرباحه من المضاربة بالاستفادة من الثورة التكنولوجية وتحوله إلى القطاع المنتج للثروة بعيداً عن القطاع الحقيقي الذي عانى من التهميش، بحيث تحولت الرأسمالية إلى رأسمالية ريعية وهي أحد الأسباب لحدوث الأزمة. على الرغم من التحليلات الكثيرة القيمة التي جاءت بها الدراسة، إلا أنها لم توضح ميكانيزمات حدوث الأزمة ولم يلاحظ تعمق في تحليل الانفصال بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي في غياب الأرقام التي يمكن أن تدعم الدراسة، حيث جاءت الدراسة تاريخية بحتة. تحاول دراستنا التعمق بالتحليل إلى أهم أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 من خلال التطرق إلى العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي قبل حدوث الأزمة مع الاستعانة بالأرقام ودراسة قياسية لاختبار أهم العلاقة بين القطاعين بما يسمح بالخروج بنتائج أكثر واقعية ومصداقية.

4- دراسة وليد بيبي بعنوان "آليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل الأزمة المالية الحالية -دراسة

حالة دول شمال إفريقيا-":

وهي عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية من جامعة محمد خيضر بسكرة غير منشورة 2015/2014، حيث لم يأت في معرض نتائج الدراسة دور رأس المال المتدفق من الدول الناشئة على الأسواق

المالية الأمريكية في تسريع حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، كما أغفلت إدراج الإفراط في العرض النقدي كأحد مسببات الأزمة المالية العالمية 2008 والتي أدت إلى تنشيط المضاربات، إضافة إلى أنها الدراسة أوصت أن تولي دول شمال إفريقيا، كعينة من الدول النامية، أهمية بالغة لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهو ما يتعارض مع بعض ما جاء في دراستنا، حيث كان تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة في ظل غياب أجهزة رقابية على درجة من الكفاءة والخبرة أحد أسباب عدم الاستقرار الذي انتهى بحدوث الأزمات الماليين.

5- دراسة لبعل فطيمة بعنوان "انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية

للدول العربية":

وهي عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة من جامعة محمد خيضر بسكرة 2016/2017، حيث حاولت تتبع تطورات الأزمة المالية العالمية 2008 والتعرف على أهم العوامل المؤثرة في الصادرات النفطية للدول النفطية. وفي تشخيصها للأزمة، ذكرت الدراسة أن جذور الأزمة المالية العالمية 2008 تعود إلى نهاية سنة 2000. ستحاول دراستنا التعمق في دراسة جذور الأزمة التي تمتد إلى سنوات التحرير المالي التي انطلقت في سنوات الثمانينات من القرن الماضي، مع تسليط الضوء على العوامل الخارجية المسببة للأزمات المالية، وأهمها رؤوس الأموال المتدفقة من شتى أنحاء العالم التي أغفلتها دراسة الباحثة، حيث أن أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية 2008 هي أزمات دوليتين من حيث الأسباب والانعكاسات. رغم إشارة الباحثة في جملة أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 إلى انفصال القطاع المالي عن القطاع الحقيقي كسبب جوهري للأزمات المالية، إلا أنها لم تعطه التفصيل اللازم بتبيان أسبابه وهو ما سنحاول توضيحه بأكثر تفصيلا باستخدام نموذج قياسي.

هيكل الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة والوصول إلى الإجابة على إشكالية الدراسة ومن ثم تأكيد أو نفي الفرضيات سنقوم بتقسيم الدراسة إلى أربع فصول مقسمة على الشكل التالي:

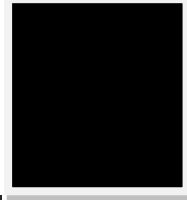
- الفصل الأول الموسوم بـ " القطاعات الاقتصادية: إطار مفاهيمي"، وفيه سيتم التطرق إلى ثلاثة مباحث حيث سيتناول المبحث الأول أهم المفاهيم حول القطاع الحقيقي، فيما سيتم التطرق في المبحث الثاني إلى أهم المفاهيم حول القطاع المالي، أما المبحث الثالث فسيتناول الأدوار الاقتصادية للقطاعات الاقتصادية.

- الفصل الثاني الموسوم بـ " الأزمات المالية: تأصيل نظري"، فسيتم تناوله من خلال ثلاثة مباحث، حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى مفهوم الأزمات المالية، فيما سنتطرق في المبحث الثاني إلى أسباب الأزمات المالية أما المبحث الثالث فسنعرض فيه إلى التطور التاريخي لأهم الأزمات المالية التي خبرها النظام الدولي.

- الفصل الثالث الموسوم بـ " أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008"، فسنعرض فيه بالدراسة إلى مبحثين، حيث ستناول في المبحث الأول أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008، فيما سنتطرق في المبحث الثاني إلى تطور الأزمات والجهود المبذولة لمواجهةهما.

- الفصل الرابع والأخير الموسوم بـ "الدراسة القياسية للعلاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي"، فسيتم تناوله من خلال أربعة مباحث، حيث سنقوم في المبحث الأول بتعيين أو توصيف النموذج، وفي المبحث الثاني سيتم إجراء اختبارات الكشف عن المشاكل القياسية، أما المبحث الثالث فسنقوم فيه بإجراء اختبارات استقرار أو سكون السلاسل الزمنية، وفي المبحث الرابع فسيتم فيه القيام باختبارات التكامل المشترك والسببية.

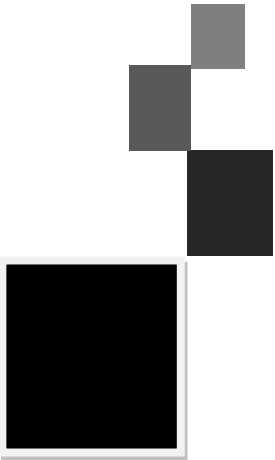
أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



الفصل الأول



القطاعات الاقتصادية:
إطار مفاهيمي



تمهيد

يعتبر وجود القطاع الحقيقي والقطاع المالي جوهرياً لعمل الاقتصاد بالكفاءة المطلوبة وللوصول إلى تخصيص أمثل للموارد المحدودة. بما يؤدي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ويعظم الرفاهية للمجتمع. يرتبط القطاع الحقيقي والقطاع المالي بعلاقات وثيقة شديدة الترابط وبالاعتماد المتبادل إلى درجة التكامل، فلا يمكن لأي قطاع الاستمرار في النشاط في غياب الآخر، ما يجعل من أي إهمال يطال أحدهما يترتب عليه أثاراً خطيرة على الاستقرار الاقتصادي وهزات عنيفة وأزمات مالية. ولذلك، وفي سبيل الرفع من أداء الاقتصاد القومي ككل، تحاول السلطات في الدول توجيه السياسات والجهود لتحسين أداء كل قطاع، ومحاربة كل ما من شأنه أن يؤثر على قدرة كل قطاع على أداء أدواره الاقتصادية من خلال توشي تحقيق التوازن، وتعزيز الترابط والتشابك بين القطاعات للاستفادة من إمكانيات كل قطاع، بما يؤدي إلى تخصيص أمثل للموارد النادرة نسبياً، تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، وتجنب الوقوع في اختلالات هيكلية ينتج عنها تضخم القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي، ومن ثم نشوب أزمة مالية قد ترهن عملية التنمية.

سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالقطاع الحقيقي والقطاع المالي مع إبراز

أهم الأدوار الاقتصادية التي يقوم بها كل قطاع، حيث سيتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية، هي:

- المبحث الأول: سيتناول أهم المفاهيم حول القطاع الحقيقي؛

- المبحث الثاني: سيتناول أهم المفاهيم حول القطاع المالي؛

- المبحث الثالث: سيتناول الأدوار الاقتصادية للقطاعات الاقتصادية.

المبحث الأول: مفاهيم حول القطاع الحقيقي

يعتبر القطاع الحقيقي على درجة كبيرة من الأهمية نظرا لدوره المحوري في توليد الدخل وخلق الثروة وتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المسطرة، من خلال قيامه بالإنتاج الذي يعتبر وظيفة حصرية للقطاع الحقيقي وبالتالي إشباع الحاجات الاستهلاكية الكثيرة والمتعددة ومعالجة المشكلة الاقتصادية. ولذلك، أولت الحكومات على اختلاف توجهاتها الاقتصادية والسياسية أهمية بالغة للرفع من أداء القطاع الحقيقي وتكريس كل السياسات والأدوات المتاحة لتطويره وتعزيز صلابته، من خلال الاهتمام بكل نشاطاته بطريقة رشيدة تحقق النمو وتتفادى أي احتلال من شأنه أن يؤدي إلى نمو نشاط على حساب نشاط آخر وما يترتب عليه من تشويه الهيكل الكلي للاقتصاد، وبالتالي الوقوع في احتلال هيكلية يؤدي إلى تبعية الدولة لأحد القطاعات وما تخلفه من هشاشة ترتفع معها احتمالات التعرض لأزمة. ولغرض الإحاطة بأهم المفاهيم الأساسية للقطاع الحقيقي، يتعين التطرق إلى المفاهيم الأساسية لمكونات القطاع الحقيقي والمتمثلة في القطاع الزراعي، القطاع الصناعي، وقطاع الخدمات.

المطلب الأول: مفاهيم حول القطاع الزراعي

تعتبر الزراعة أقدم الأنشطة التي مارسها الإنسان، فبالإضافة إلى اعتبارها نشاطا ذا أبعاد اجتماعية فهي تعتبر نشاطا اقتصاديا ذا مكانة هامة تؤدي دورا مهما في عملية التنمية سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية. تحتل الزراعة مكانة اقتصادية هامة، فرغم تراجع مساهمة الأنشطة الزراعية في الناتج المحلي الإجمالي لصالح الصناعة والخدمات، إلا أن مساهمتها ظلت متميزة وأساسية في تزويد باقي الأنشطة الاقتصادية بكثير من مدخلاتها الإنتاجية واستيعاب جزء من مخرجاتها بفضل العلاقات الأمامية والخلفية التي تربطها بكافة الأنشطة الاقتصادية إضافة إلى اعتماد أغلب فقراء العالم على الزراعة وما يتصل بها من أنشطة في كل النواحي الاقتصادية والاجتماعية. إن الخصائص الفريدة التي يتميز بها النشاط الزراعي في الدول النامية خاصة والأدوار التي يؤديها قد جعلت من وجود قطاع زراعي نشط أمرا حيويا للتنمية الاقتصادية، على اعتبار أن أغلب الدول النامية هي زراعية بالأساس وأن النشاط الزراعي فيها يمثل نمط عيش قبل أن يكون نشاطا اقتصاديا وسبيلا لتوفير متطلبات الحياة.

الفرع الأول: الزراعة، تعريفها وتطورها

تعتبر الإحاطة بالزراعة من حيث المفهوم والتطور أول وأهم الخطوات لفهم القطاع الزراعي وأهميته الاقتصادية وعلاقته بالقطاعات الاقتصادية الأخرى. ولذلك، سنحاول التطرق إلى أهم التعاريف التي وردت بشأن الزراعة إضافة إلى التطورات التي عرفها القطاع الزراعي.

أولاً: تعريف الزراعة: إن كلمة الزراعة هي مشتقة من كلمة (AGRECULTURE)، والتي في تركيبها تتكون من كلمتين، هما (AGRE) التي تعني الحقل أو التربة و(CULTURE) التي تعني العناية. وعليه، تصب الزراعة في معناها الضيق في معنى العناية بالأرض أو التربة وما تتضمنه من أنشطة وأعمال التي يقوم بها المزارع انطلاقاً من اقتناء مستلزمات العملية الإنتاجية الزراعية وانتهاءً بجمع الإنتاج وتسليمه إلى وسطاء أو المستهلك.¹ أثر التطور الذي أصاب جل مناحي حياة الإنسان ومعها الأنشطة اليومية على الزراعة التي عرفت توسعاً، حيث توسعت الأنشطة التي مارسها المزارع في سبيل تلبية المتطلبات المتنوعة والمتزايدة للمجتمعات. تزامن ذلك التطور مع تطور آخر لحق بالوسائل التي أصبحت تستخدم في الزراعة، فمن استخدام وسائل بدائية تعمل بالطاقة البشرية إلى استعمال الحيوانات في الحرث والحصاد ونقل المياه والمحاصيل، وأخيراً تم على نطاق واسع إدخال الآلات الميكانيكية التي حققت مردوداً عالياً. وعليه، لم تعد الزراعة مجرد مهنة فقط بل أصبحت نشاطاً اقتصادياً. مما يتضمنه من علم وفن ومهنة تتطلب قدرات عضلية وذهنية، مما يمكن من استغلال الموارد الطبيعية والبشرية وتخصيصها بفعالية.²

ثانياً: تطور القطاع الزراعي: مرّت الزراعة في تطورها بمراحل ثلاث فاصلة قبل أن تصل إلى الزراعة التجارية أو المتخصصة السائدة حالياً، وهذا لا يعني أن جميع الدول قد مرت بتلك المراحل بل أنها تختلف تبعاً للتطور الذي لحق بالهيكل الاقتصادي والاجتماعي لها. وفيما يلي، سنحاول تسليط الضوء على أبرز المراحل التي مر بها القطاع الزراعي، كالتالي:

¹ زهير عماري، تحليل اقتصادي قياسي لأهم العوامل المؤثرة في قيمة الناتج المحلي الفلاحي الجزائري خلال الفترة (2009/1980)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر 2014/2013 ص48.

² عبد الوهاب مطر الداهري، أسس ومبادئ الاقتصاد الزراعي، الطبعة الأولى، مطبعة العالي، بغداد، العراق، 1969 ص37.

- 1- الزراعة المعيشية: يعتبر إشباع حاجات العائلة هو الغرض النهائي من ممارسة الزراعة المعيشية، حيث أن معظم الإنتاج من المحاصيل الرئيسية يوجه لتغطية استهلاك العائلة فيما يوجه الجزء الضئيل المتبقي للتجار فيه ومبادلته بسلع أخرى. يتميز النشاط الزراعي في ظل الزراعة المعيشية بما يلي:
- تدني الإنتاجية وضعف الإنتاج، نظرا لاستخدام طرق ووسائل بدائية؛
 - يكون الرأسمال الإنتاجي منعدما أو عند حدوده الدنيا، ذلك أن الأرض والعمل هما عنصرا الإنتاج المهمنان؛
 - يخضع الإنتاج لقانون الغلة الحدية المتناقصة، حيث يزداد عدد العمال المشتغلين على أرض ثابتة أو آيلة للتقلص والانكماش؛
 - ترتبط الزراعة المعيشية بقوة بالعوامل والظروف المناخية، حيث يحصل المزارع على أرباح قدرية تعتمد على ما تجود به الأرض والسما فيما يغيب التخطيط والتنظيم.
 - جعل انفصال الأسواق وجمود المؤسسات الاجتماعية والبيئية في المجتمعات التي تعتمد على الزراعة المعيشية نتيجة غياب قنوات اتصال بين المناطق الريفية والعالم الخارجي من الإحاطة بالمعلومات الخاصة بمدخلات ومخرجات الإنتاج الزراعي مكلفا، ما رفع من نفقات المعاملات وجعل من محاولات رفع مستويات الإنتاج صعبة.
- أدى تفاعل تلك العوامل إلى جعل الزراعة المعيشية نشاطا عالي المخاطر وغير مستقر، ما يجعل من تغيير الوضع والتحول نحو إنتاج المحاصيل النقدية أمرا صعبا على المدى القصير.
- 2- الزراعة المختلطة (المتنوعة): تعتبر المرحلة التي سادت فيها الزراعة المختلطة فترة وسيطة في طريق التحول من الزراعة المعيشية إلى المتخصصة، حيث تم إدخال أسلوب المحاصيل النقدية. في ظل الزراعة المختلطة، تم التخلص من أهم عيوب الزراعة المعيشية وسمح باستغلال عناصر الإنتاج (العمل والأرض) بطريقة أفضل وأكثر كفاءة، فتم التخفيف من البطالة الموسمية بتوظيف العمالة في المحاصيل الجديدة في فترات الركود (الفترة الممتدة بين الزرع والحصاد) وتحسن استغلال الأراضي الزراعية. دفعت ندرة اليد العاملة خلال فترات ذروة الزراعة المعيشية أصحاب الأراضي إلى تقليل الاعتماد على القوة البشرية من خلال تحسين أدوات العمل وإدخال وسائل جديدة كما أن السعي لتحسين نوعية مدخلات المحاصيل وترشيد استخدام المياه قد كان له آثار جيدة على المحاصيل المعيشية الرئيسية، وهو ما أدى إلى زيادة غلة المحاصيل وتحسين جودة مخرجات العملية الإنتاجية انعكست على الإنتاجية التي عرفت تحسنا ملحوظا.

3- الزراعة التجارية (المتخصصة): تعتبر الزراعة المتخصصة أحدث المراحل التي بلغتها الزراعة وأكثرها تطوراً في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية. إن تطور الزراعة وبلوغها درجة التخصص لم يكن ليحدث لولا التطورات التي حدثت على مستوى الاقتصاد، خاصة الطفرة التنظيمية والتكنولوجية التي عرفتها الصناعة مع تحسن المستوى المعيشي وكبر حجم الأسواق الوطنية وانفتاحها على بعضها البعض، حيث كانت الطفرة التكنولوجية والمعرفية المحرك الدافع لتطور الزراعة وتخصصها. في ظل الزراعة التجارية، تعتبر المصلحة الخاصة هي محرك الإنتاج فالهدف الرئيسي من ممارسة نشاط الزراعة هو تحقيق أقصى ربح ممكن الذي أصبح المعيار الذي يحكم على الموسم الزراعي.

أصبحت الزراعة مثل باقي القطاعات والأنشطة الاقتصادية تخضع لنفس القوانين الاقتصادية، وأصبحت المتغيرات الثابتة والمتغيرة والتكاليف تأخذ بكل جدية، كما أن دراسة السوق والأسعار واستشراف التغيرات المستقبلية تحظ بأهمية لدى المزارع الرأسمالي.¹

الفرع الثاني: السياسات الزراعية

نظراً لمكانة القطاع الزراعي الهامة في اقتصاديات الدول، برزت أهمية السياسات الزراعية في إحداث تغييرات بنيوية في القطاع والتي من شأنها حشد واستغلال الإمكانيات المتوفرة بكفاءة، خلق فعالية إنتاجية في القطاع لتحقيق النمو الاقتصادي المستهدف، والتقليل من الانحرافات. وفي هذا السياق، يمكن تصنيف السياسات الزراعية إلى ما يلي:

أولاً: السياسة السعرية: تعتبر السياسة السعرية الزراعية أكثر الأدوات الاقتصادية قصيرة المدى تأثيراً في مستوى أداء القطاع الزراعي، نظراً لقدرتها الكبيرة خلال مدة قصيرة على إدراك كثير من المتغيرات من الإنتاج والاستهلاك والتوزيع، ومن ثم إحداث تغييرات في مستوى النشاط الزراعي ككل. وعليه، عادة ما يكون للسياسة السعرية الزراعية مكانة هامة ضمن حزم الإجراءات وبرامج الإصلاح الاقتصادي التي تستهدف تصحيح الاختلالات الهيكلية في قطاع الزراعة بالنظر إلى عدة اعتبارات، فدورها الكبير في تحديد مستوى أداء دالة الإنتاج الزراعي

¹ ميشيل تودارو، تعريب ومراجعة محمود حسن حسني و محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، الرياض السعودية، 2006، ص 425.

والتأثير على معدلات نموها وبالتالي مستوى الدخل الزراعي يجعل منها أداة مهمة وذات استخدام واسع في تصحيح توزيع الدخل.¹

في سبيل ضمان تنفيذ سياستها الزراعية والتأثير على العرض والطلب، تتدخل الحكومات عادة باستخدام السياسة السعرية لإعادة تكوين هيكل الأسعار في مجالات الإنتاج والاستهلاك بتغيير أسعار السلع ومدخلات الإنتاج، ومعدل التبادل التجاري المحلي والدولي، وهي في ذلك تؤثر في كل من الإنتاج والاستهلاك والتوزيع إضافة إلى مستويات الدخل والتوظيف، ومن ثم توازن الاقتصاد الكلي وتحسين فرص نموه.

تبعاً لخصوصيات كل اقتصاد، جاءت أهداف السياسة الزراعية مختلفة بين رفع وخفض الأسعار الزراعية، فتفضل الدول النامية ومن بينها الجزائر لاعتبارات حماية القدرة الشرائية لمواطنيها التدخل لخفض أسعار السلع الزراعية إلى مستوى أدنى من الأسعار العالمية مع تقديم تعويضات للمنتجين على فروق الأسعار،² وذلك لحماية دخول المنتجين من تقلبات الأسعار وتخفيف المزارعين على زيادة الإنتاج الزراعي، تغطية الطلب المحلي على السلع الزراعية، وتخفيف الضغوط التضخمية، حيث يعتبر استقرار الأسعار أهم العوامل المحفزة على الاستثمار في القطاع الزراعي وبالتالي المساهمة في رفع الدخل وزيادة معدل التوظيف. وعلى خلاف الكثير من الدول النامية، تتبنى الدول المتقدمة سياسة رفع الأسعار الزراعية، ولكن بأشكال متباينة من خلال تقديم إعانات للمنتجين للتوقف عن زيادة إنتاج محاصيل الحبوب. على سبيل المثال، تمنع الولايات المتحدة الأمريكية تحقيق فائض في العرض وبالتالي كبح انخفاض الأسعار ومعه تراجع أرباح المزارعين الرأسماليين. أما دول الاتحاد الأوروبي، فتقوم بتقديم حوافز غير مباشرة لمزارعيهم وتفرض حماية على القطاع الزراعي، من خلال فرض حواجز جمركية وغير جمركية لتعويض انخفاض ميزتها النسبية، بحيث تضمن استقرار الأسعار عند مستوى عالي وتحييد المنافسة الأجنبية في أسواقه. وفي اليابان، بلغت قيمة ما يتلقاه مزارعو الأرز من إعانات وتعويضات حوالي ثلاث أضعاف السعر العالمي.³

¹ فوزية غربي، الزراعة الجزائرية بين الاكتفاء والتبعية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الجزائر الجزائر، 2008/2007، ص 109.

² رقية خلف حمد الجبوري، السياسات الزراعية وأثرها في الأمن الغذائي في بعض البلدان العربية، مجلة بحوث اقتصادية عربية مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 57-58، شتاء-ربيع 2012، ص 120.

³ فوزية غربي، المرجع اعلاه، ص 118.

ثانياً: السياسة التسويقية: تواجه الدول النامية الزراعية مجموعة من التحديات التي تحد من قدرتها على تجاوز محدودية الأسواق المحلية وتسويق منتجاتها الزراعية في الأسواق الدولية، وهو ما ينتج عنه ضياع فرصة تحقيق وفورات الحجم وتحسين أداء القطاع الزراعي والوصول إلى الفعالية والكفاءة المطلوبتين.¹

تسعى السياسة التسويقية الزراعية إلى التعامل مع تلك التحديات وزيادة كفاءة الخدمات التسويقية وكافة الأنشطة الخاصة بتحويل وتخزين ونقل المنتجات الزراعية إلى المستهلك المحلي والأجنبي، وهي في ذلك توفر فرصة لربط المنتج بالمستهلك وتجنب تحمل أعباء إضافية.² يمكن لضمان السير الحسن لنظم التسويق الزراعي أن يخفف من تكلفة المواد الزراعية ومن عدم اليقين بخصوص العرض منها، كما أنه يخفف من مشكلة الأمن الغذائي التي تواجه أغلب دول العالم. من خلال دور السياسة التسويقية في ربط المزارعين بشكل وثيق بالمستهلكين، تساهم أنظمة التسويق الزراعي في تحقيق المنافسة الكاملة في أسواق السلع الزراعية ومحاربة كل أشكال الاحتكار، كما تقلل من حدة عدم تماثل المعلومات من خلال إعلام المزارعين بالفرص الجديدة في السوق والتفضيلات الاستهلاكية وتفاذي تكديس المنتج.³

ثالثاً: السياسة الهيكلية: من أجل النهوض بالقطاع الزراعي وتحسين إنتاجيته وتفعيل دوره، قامت دول عديدة بتبني سياسات موجهة أساساً للتغلب على العقبات والمشاكل التي يعاني منها القطاع الزراعي عبر إحداث تغييرات هيكلية وتحسين محيط القطاع، بما يساهم في الرفع من الإنتاج والإنتاجية في القطاع الزراعي.⁴ تهدف السياسات الهيكلية إلى إحداث قطيعة مع طرق التنظيم والإنتاج السائدة في الزراعة، ووضع إستراتيجية محددة ذات أهداف واضحة وعقلانية كفيلة بالحد من الصعوبات التي تعوق إحداث فعالية إنتاجية زراعية، فالسياسة الهيكلية ما هي إلى أداة لتعديل أوضاع القطاع الزراعي وتكييفها مع المستجدات المحلية والدولية.⁵

رابعاً: سياسة الدعم الزراعي: وفقاً للمادة 101 من الاتفاق المتعلق بالدعم والتدابير التعويضية من اتفاقية "الجات 1994"، يعرف الدعم بأنه "كل مساهمة مالية من سلطات حكومية أو أي هيئة عامة في أراضي دولة

¹ The World Bank, Agriculture for Development, World Development Report, 2008, p 118.

² نجوان سعد الدين عبد الوهاب، السياسات الزراعية المستقبلية لمصر في ضوء المتغيرات المحلية والإقليمية، مركز دراسات الاستثمار وتخطيط وإدارة المشروعات، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم 214، معهد التخطيط القومي، مصر، 2009 ص 200.

³ The World Bank, Agriculture for Development, op.cit, p 119.

⁴ باشي أحمد، القطاع الفلاحي بين الواقع ومتطلبات الإصلاح، مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة الجزائر، العدد 02، 2003، ص 111.

⁵ فوزية غربي، المرجع السابق، ص 125.

عضو سواء في شكل تحويل مباشر للأموال أو في أشكال أخرى بما في ذلك احتمال نقل أو تحويل لأموال أو خصوم، إيرادات متنازل عنها كالإعفاءات الضريبية، توريد سلع وخدمات من طرف سلطات عامة. كذلك يمكن أن يعدّ دعماً إذا قامت السلطات العامة بتكليف هيئة خاصة بالقيام بأداء هذه المهام أو أمرها بذلك في إطار آلية للتمويل". ينبع توسيع التعريف ليشمل القطاع الخاص من حرص واضعي الاتفاق على الإحاطة بكل الأشكال الممكنة التي يمكن أن تلجأ إليها الحكومات لتقديم مساهمة في شكل دعم قد يؤدي إلى تشويه التجارة وتشجيع المنافسة غير العادلة.¹

في إطار السعي للتأثير على القطاع الزراعي لتحفيز الإنتاج الزراعي ودعم المركز التنافسي للمنتجات الزراعية في السوق الداخلي والدولي، لازالت الحكومات، وبالخصوص في الدول المتقدمة، تخصص أشكالاً عديدة ومتنوعة من الدعم الزراعي موجه أساساً لتأمين مستويات دخول معينة لمزارعيها،² واكتساب حصة سوقية أكبر على حساب منتجي ومصدري السلع الزراعية في الدول النامية الذين يمتلكون ميزة نسبية، وهو ما دفع بالدول النامية لأن تدافع عن مصالحها وتصبح أهم أطراف المفاوضات الزراعية لمنظمة التجارة العالمية وطرفاً في العديد من قضايا المنازعات التجارية على مستوى منظمة التجارة العالمية، كونها الأكثر تضرراً من تدابير الدعم الزراعي التي تمارسها الدول المتقدمة منذ عقود لما لها من آثار تشويهية للتجارة الدولية وانعكاسات سلبية على مسار التنمية الاقتصادية فيها.³

نظراً للتأثيرات السلبية للدعم وكبح الممارسات السلبية التي طالت موضوع الدعم الزراعي، خاض اتفاق مراكش 1994 في تفصيل الدعم، وذلك بتصنيف الدعم الزراعي إلى ثلاث أنواع، هي:

أ- دعم الضوء الأحمر أو الدعم المحظور: وهو الدعم الموجب لإقامة الدعوى عليه، حيث تمنع قوانين ولوائح منظمة التجارة العالمية⁴ الدعم الذي يلحق الضرر بمصالح دول أخرى ويؤدي إلى انحراف التجارة ويشوه هيكل التجارة والإنتاج، وهو ما يجعل من هذا الدعم خطيراً ويتوجب وقفه.

¹ Organisation Mondiale du Commerce, Rapport sur le Commerce Mondial : Analyse des liens entre les subventions, le commerce et l'OMC, 2006, p 222.

² محمد صفوت قابل، منظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 212.

³ نيفين محمد طريح، ضوابط الدعم الزراعي في إطار منظمة التجارة العالمية وأثرها المتوقع في الصادرات الزراعية إلى الدول النامية مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 66، ربيع 2014، ص 63.

⁴ المادة 3 من اتفاق مراكش 1994.

ب- دعم الضوء الأصفر أو الدعم الذي يمكن اتخاذ إجراء بشأنه: خلافا للدعم المحظور، يقدم الدعم الأصفر لغرض مقبول ومشروع، غير أن الانعكاسات المترتبة عليه (كالإضرار بالمشاريع المحلية أو إبطال العوائد المباشرة وغير المباشرة المترتبة على المزايا التي أقرتها المنظمة) قد تلحق أضرارا بمصالح الأعضاء الآخرين. بما يدفعهم لإحالة الموضوع على لجنة تسوية المنازعات التي تبث في الموضوع، حيث ستطالب الدولة العضو بسحب الدعم أو إزالة الآثار المعاكسة إذا ثبت تحقق تأثيرات ضارة.

ت- دعم الضوء الأخضر أو الدعم الذي لا يستوجب اتخاذ إجراء بشأنه: خلافا للنوعين السابقين من الدعم الزراعي، يعتبر الدعم الأخضر غير موجب لإقامة الدعوى، حيث إن الشرط الأساسي لمنح الدعم الأخضر وقبول شرعيته هو أن يكون لتحقيق أهداف غير تجارية.¹

خامسا: السياسة الاستثمارية والتمويلية: كأى قطاع اقتصادي، يعتمد نجاح أي سياسة تهدف إلى النهوض بالقطاع الزراعي وتحسين وسائله على توفر التمويل الكافي من رؤوس الأموال القابلة للإقراض بشروط ميسرة، وهو ما يقع في جانب كبير منه على عاتق الحكومات التي تتحمل عبء توفير مناخ مناسب للاستثمار في الزراعة وتوفير التمويل سواء من مصادر محلية أو أجنبية لتمويل مخططات التنمية الزراعية الرامية إلى تحقيق الأمن الغذائي، تسريع معدل النمو الاقتصادي، تخفيض معدلات الفقر والبطالة بالدرجة الأولى، ثم تحسين كفاءة وفعالية القطاع الزراعي واستدامة الموارد المحدودة. أدى الإفراط في الاهتمام بالصناعة إلى إحداث تأثيرات سلبية على النشاط الزراعي الذي سجل تراجعاً في حجم الاستثمارات الموجهة إليه وفي نسبة مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي. تطلب الحد من التدهور الذي طال مكانة القطاع الزراعي من الحكومات القيام باستثمارات كبيرة ومضاعفة الائتمان الزراعي لغرض تطوير البنية التحتية، ومساعدة المزارعين على تطوير الإنتاج والإنتاجية التي تكفل تحقيق الاكتفاء الغذائي وتقليص الفجوة الغذائية، بما يسمح للقطاع الزراعي بلعب الأدوار المنوط به.²

يعتبر التمويل الزراعي من العوامل الأساسية للنهوض بالقطاع الزراعي من خلال أدواره في المحافظة على نمو الإنتاج، زيادة في الكفاءة في العمل الزراعي، ومساعدة المزارعين على التكيف مع تغير الظروف الاقتصادية وتقلب المواسم الزراعية. بما يحمي المزارع من تقلب الإنتاج والأسعار ويساعده في الاستمرار في النشاط.³ فيما تعلق

¹ مصطفى سلامة، منظمة التجارة العالمية: النظام الدولي للتجارة الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2008 ص198.

² نجوان سعد الدين عبد الوهاب، المرجع السابق، ص ص 135-140.

³ مجدولين دهينة، استراتيجيات تمويل القطاع الفلاحي بالجزائر في ظل الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016/2017، ص ص 06، 07.

بالتحويل المحلي، سعت الحكومات لتوفير الأموال من خلال إنشاء بنوك زراعية متخصصة تهدف إلى تقديم التمويل للقطاع الزراعي، ومساندته بعدد الخدمات المرافقة التي تساهم في دعم نموه وتطوره. إضافة إلى البنوك، قامت عدد الدول بإنشاء التعاونيات الزراعية وصناديق خاصة تتولى تطوير أساليب الإنتاج الزراعي، تمويل شراء مستلزمات الإنتاج، واقتناء الآلات الزراعية لغرض كرائها للمزارعين بأسعار تنافسية تراعي الإمكانيات المادية نظرا لعدم قدرة القطاع الخاص على اقتنائها وتحمل تكاليف صيانتها وتشغيلها، إضافة إلى قروض استهلاكية. نظرا لارتفاع مخاطر الاستثمار الزراعي وتنوعها وهيمنة حالة عدم اليقين فيه، تقوم التعاونيات في كثير من الأحيان بالاستثمار في مشروعات إنتاجية بإمكانياتها الخاصة أو بالاشتراك مع القطاع الخاص.¹ وكباقي الدول النامية، وفي سبيل التغلب على مشكلة نقص التمويل وتنويعه وإزالة عدم اليقين المتأصل في القطاع الزراعي، أسست الجزائر مجموعة من البنوك والصناديق المتخصصة في إقراض المزارعين لشتى الأغراض، إضافة إلى خدمات مرافقة كالتأمين الزراعية من المخاطر.²

نظرا لعجز المدخرات المحلية عن تلبية الحاجات التمويلية، لازالت أغلب الدول النامية تعتمد على مصادر التمويل الأجنبية من قروض واستثمار أجنبي مباشر ومنح ومساعدات في توفير المصادر المالية الكفيلة لتلبية متطلبات قطاعها الزراعي.³ ومع اتجاه الاستثمارات الأجنبية إلى النزاع، زادت الحاجة إلى الاقتراض بفوائد أحيانا متغيرة، وهو ما رفع الأعباء على الحكومات المدينة ورهن عملية التنمية الاقتصادية.⁴

مع اتجاه التمويل المتوفر للزراعة إلى التقلب والنزاع في الدول النامية خاصة، برزت أهمية سلاسل القيمة الزراعية في الرفع من قيمة الإنتاج الزراعي، التغلب على كثير من العقبات التي تحد من رفع تنافسية المزارعين على المستوى المحلي والعالمي، وتسهيل وصول الإنتاج الزراعي إلى الأسواق، حيث تسمح السلاسل بمشاركة وربط مجموعة واسعة ومتكاملة من النشاطات والمشاركين المحترفين من مختلف الأنشطة والقطاعات الاقتصادية ابتداء من توريد المدخلات الإنتاجية ووصولها إلى نقل المنتجات الزراعية إلى مائدة المستهلك المحلي والأجنبي مرورا بالتصنيع مما يساهم في رفع قيمة كل مرحلة من مراحل الإنتاج الزراعي وتقليل الفاقد الناتج عن كساد أو تلف المنتجات

¹ نجوان سعد الدين عبد الوهاب، المرجع السابق، ص 135-140.

² رشيد حمريط، دور الاستثمار الفلاحي في دعم إيرادات الدولة-الزراعات الصحراوية-*** ولاية بسكرة نموذجاً***، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013/2014، ص 45.

³ منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة، تقرير حالة الأغذية والزراعة: الاستثمار في الزراعة من أجل مستقبل أفضل، 2012 ص 22.

⁴ نجوان سعد الدين عبد الوهاب، المرجع اعلاه، ص 137.

الزراعية، إضافة إلى استقرار الطلب نتيجة استقرار الأسعار وتحسن الجودة. وبذلك، تسهم السلاسل في تحسين الأمن الغذائي وتزيد من ترابط الأنشطة الاقتصادية والاقتصادات المحلية.¹

سادسا: السياسة الجمركية: تعد السياسة الجمركية من أقدم أدوات السياسة الاقتصادية استخداما من الدول لتحقيق أهداف عديدة، منها توفير نوع من الحماية لقطاعها الاقتصادية من المنافسة الأجنبية أو للمحافظة على مراكزها التنافسية في مواجهة سوق دولي يتميز بالتقلبات العنيفة والمنافسة الحادة، وكذلك لتأمين مصدر إيرادات مهم ومستقر وتحفيز الاقتصاد المحلي، ذلك أن الرفع من التعريفات الجمركية قد يحفز المزارعين المحليين على زيادة الإنتاج ويؤمن وضعا مريحا لهم ويوفر مكاسب إضافية أكبر للقطاع الزراعي.² شكلت السياسة الجمركية أحد نقاط الخلاف بين الدول، وأدت إلى فشل كثير من جولات المفاوضات التجارية متعددة الأطراف وهو ما دفع المفاوضين في جولة أوروغواي إلى الإصرار على تضمينها عند صياغة أحكام اتفاقيات منظمة التجارة العالمية، حيث قام واضعو الاتفاق بتبني النهج التدريجي عند تطبيق بنود الاتفاق، مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية المتفاوتة بين الدول الأعضاء، ومنح بعض الاستثناءات للدول النامية بهدف التوفيق بين المصالح المتعارضة وإنجاح الجولة.³

من خلال التطرق إلى المفاهيم الأساسية للقطاع الزراعي، يتبين أن تطور القطاع الزراعي ونجاح السياسات الزراعية مرتبط بوجود قطاعات اقتصادية، وأهمها القطاع الصناعي الذي يرتبط بعلاقات متبادلة كثيفة إلى درجة التكامل مع القطاع الزراعي وباقي القطاعات الاقتصادية الحقيقية الأخرى، بما يسمح له بأداء أدوار هامة في تطوير القطاع الزراعي والقطاع الحقيقي بصفة عامة.

المطلب الثاني: مفاهيم حول قطاع الصناعة

يحظ قطاع الصناعة باهتمام كبير من مختلف الدول، حيث ينظر إليه على أنه محرك النمو والقاطرة التي تقود الاقتصاد بفضل القيمة المضافة العالية التي تميز أنشطته، العلاقات الخلفية والأمامية التي تربطه بباقي القطاعات الاقتصادية، إضافة إلى أدوار اقتصادية واجتماعية أخرى يستطيع أن يؤديها، وهو ما جعل الجهود دائما توجه للنهوض به وإنعاشه وتحسين أدائه، فلا يمكن بأي شكل مباشرة عملية تنمية اقتصادية بدون أن يكون

¹ مجدولين دهينة، المرجع السابق، ص 33، 34.

² رقية خلف حمد الجبوري، المرجع السابق، ص 122.

³ مصطفى سلامة، المرجع السابق، ص 86.

للقطاع الصناعي دور محوري ضمن المخططات الهادفة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية. تعتبر الصناعة نشاطا قديما فكل المجتمعات مارست الصناعة بشكل أو بآخر وأدركت أهميتها، وخلال مراحل تطور المجتمعات خضعت الصناعة إلى الكثير من التحولات متفاعلة مع التطورات التي حدثت في باقي النشاطات، وهو ما جعل نشاط الصناعة والتنمية الاقتصادية عمليتان متلازمتان لا يمكن أن تنما بمعزل عن بعضهما البعض.

الفرع الأول: الصناعة: تعريفها وتطورها

شهد قطاع الصناعة تطورات هامة ومتسارعة مست مختلف جوانبه متفاعلا في ذلك مع التغيرات والتطورات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية المحلية والعالمية التي جعلت من القطاع الصناعي قطاعا شديدا التغير والتطور، ومن المؤسسات الصناعية أكثر المؤسسات الاقتصادية عرضة لضغوط المنافسة والتغيرات السريعة التي تعرفها الأسواق المحلية والعالمية. وفيما يلي، سنحاول تسليط الضوء على أهم التعاريف التي وردت في شأن الصناعة مع التركيز على التطورات التي عرفتها الصناعة.

أولاً: تعريف الصناعة: نظرا للارتباط الوثيق للصناعة بكل النواحي الاقتصادية والاجتماعية، وردت اجتهادات عديدة من فروع علمية مختلفة لإعطاء تعريف للصناعة. ومع ذلك، هناك تعريفان بارزان تناولا الصناعة من ناحيتين أساسيين، أولهما القانوني وثانيهما الاقتصادي.

أ- تعريف الصناعة من الناحية القانونية: جاءت أغلب التعريفات القانونية لتمييز الصناعة عن التصنيع من عدة أوجه، حيث اعتبرت الصناعة أنها كل عملية تحويل لمادة من حالة ما غالبا ما تكون في حالتها الطبيعية أو البدائية إلى منتج في حالة مغايرة من ناحية المواصفات لجعله قابلا للاستخدام النهائي أو في حالة وسيطة لاستكمال تصنيعه في عمليات أخرى لاحقة، وهذا في سبيل تلبية حاجة وإشباع رغبة ملحة.¹ وبالتالي، فإن تلك العملية هي ما توهم للصناعة لأن تأخذ أهميتها في عملية التنمية من خلال دورها في رفع مستوى الدخل، زيادة الناتج القومي، وتحفيز الزراعة والخدمات من خلال فتح آفاق جديدة لاستيعاب مخرجاتها. إن التعريف السابق للصناعة قد فرق بين الصناعة والتصنيع الذي يشمل مجموعة الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي أدت إلى نمو

¹ أحمد عيد عبد الحميد إبراهيم، القيود الواردة على الحرية في مجال الصناعة وموقف الفقه الإسلامي منها: دراسة مقارنة دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2010، ص 29.

الصناعة، فالصنيع يعتبر أشمل وأكثر تعقيدا من الصناعة، ذلك أنه تغيير كلي للمجتمع ومن كل النواحي بما فيها السياسية ليصبح مرادفا للتقدم ومعيارا للتنمية التي بلغها بلد ما.¹

ب- تعريف الصناعة من الناحية الاقتصادية: على إثر التطور الذي لحق بالفكر الاقتصادي، وردت محاولات عديدة تناولت الصناعة بالتعريف، أهمها ذلك التعريف الذي يعتبر أن الصناعة هي مجموعة الكيانات الاقتصادية التي يهدف من إنشائها إنتاج أو تقديم خدمات متماثلة.² وبناء على هذا التعريف، تعتبر الصناعة مرادفا للصناعة الإنتاجية وتعبير أدق المؤسسات الاقتصادية التي تنشط في المجال التقني والإنتاجي، وبذلك ينقسم النشاط الإنتاجي الصناعي إلى نشاط استخراجي وآخر تحويلي. خلافا للتعريف القانوني للصناعة، جرى العرف الاقتصادي على التفرقة بين الصناعة والتصنيع اعتمادا على أن التصنيع يشمل الصناعات التحويلية فيما تشمل الصناعة الصناعات الاستخراجية التعدينية إضافة إلى الصناعات التحويلية، وهو في ذلك يجعل الصناعة أشمل من التصنيع.

على الرغم من أهمية الصناعات الاستخراجية ودورها في تزويد الصناعات التحويلية بما تحتاجه من مدخلات بفضل فوائضها المالية والمواد الأولية اللازمة، إلا أنه عادة ما تحض الصناعات التحويلية (التصنيع) باهتمام أكبر من طرف الاقتصاديين ومتخذي القرار نظرا لقيمتها المضافة العالية ومساهمتها الكبيرة في الناتج القومي الإجمالي والدخل القومي. وعليه، عادة ما يشار للصناعات التحويلية على أنها أهم مؤشر للتقدم الاقتصادي نظرا لأن الدول ذات الدخل المنخفض عادة ما تتميز بمحدودية أهمية الصناعات التحويلية وتراجع دورها.³

ثانيا: تطور الصناعة: يكاد يكون إجماع على أن مستوى التطور الذي قد يبلغه بلد أو تكتل إقليمي من الناحية الاقتصادية والاجتماعية وحتى الحضارية مقترن بدرجة التطور الذي قد يبلغه القطاع الصناعي فيه، حيث يعتبر معيارا يمكن الاسترشاد به لمعرفة مرحلة التنمية التي تم بلوغها. وعليه، تم ربط التقدم الاقتصادي بالصناعة وذلك بالإشارة إلى أن الدول المتقدمة هي الدول الصناعية التي باشرت الصناعة في حقبة تاريخية متقدمة. لتحقيق استيعاب جيد لقطاع الصناعة، يتعين التطرق إلى تاريخ الصناعة التي تعتبر من أقدم الأنشطة التي مارسها الإنسان

¹ نعيم مغيب، قانون الصناعة: الترخيص للمؤسسات المصنفة، مكتبة الحلبي، بيروت، لبنان، 1996، ص 10.

² Karine Chapelle, *Économie Industrielle*, Série Économie, Librairie Vuibert, Paris, France, Décembre 2008, p 10.

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم، الاقتصاد الصناعي والتجارة الإلكترونية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص

بعد الزراعة، ثم تطورت تدريجياً لتبلغ المستويات الحالية من التطور. وعموماً، مرت الصناعة في تطورها بخمس مراحل تاريخية فاصلة، هي:

1- مرحلة الصناعات المنزلية (الصناعات البدائية): في هذه المرحلة ظهرت الصناعة على شكل

نشاطات منزلية لإشباع حاجات المنزل الضرورية كأولوية ثم بيع الفائض منه أو مقايضته بسلع أخرى. تميزت الصناعة في هذه المرحلة بالبدائية من ناحية الأدوات المستخدمة، كما كانت شديدة الصلة بالزراعة بل اعتبرت كنشاط مكمل له. وعلى اعتبار بدائية الزراعة، تميز الإنتاج الصناعي بفضالة الإنتاج وانخفاض القيمة المضافة نتيجة غياب تقسيم العمل والتخصص.¹

2- مرحلة الحرفية (الصناعات الحرفية): عرف النشاط الصناعي خلال هذه المرحلة تطوراً ملحوظاً

وذلك في سياق التحولات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي عرفتها عديد المجتمعات مع بزوغ نجم بعض الحضارات والانتشار الواسع لبعض الأفكار التي نادى بتقسيم العمل والتخصص في الإنتاج، حيث شهدت تحول بعض ممارسي الأنشطة الصناعية في نطاق منزلي ومحدود إلى أفراد متخصصين في مهنة واحدة يوجه إنتاجهم لتلبية حاجات السوق بالدرجة الأولى، فجرى تقسيم العمل بناء على العامل الطبيعي والتمثل في اختلاف المواهب والكفاءة إضافة إلى السلم الاجتماعي. في بداية مرحلة التحول، كان إنتاج السلع الصناعية يتم بناء على مواصفات طلب المستهلك ثم تطور النشاط الصناعي تدريجياً إلى صناعة المنتجات وعرضها للبيع من دون وجود طلب مسبق عليها.

3- مرحلة التعاونية الرأسمالية البسيطة (المصنع البسيط): عقب انهيار النظام الإقطاعي مع بداية

القرن الخامس عشر، عرف الهيكل الاقتصادي والاجتماعي في مجتمعات عديدة تغيرات عميقة، حيث تراجعت مكانة الصناعة لصالح التجارة التي أصبحت النشاط الموجه للاقتصاد. ولكن مع تزايد أهمية المدن، بدأت الصناعة باستعادة مكانتها مجدداً، ثم تطورت تدريجياً بدخول عامل تحفيزي جديد وهو طبقة التجار الذين قاموا بتجميع الصناع في مشاغل يدوية صغيرة مقابل أجور معينة، وبذلك أصبحت الصناعة في خدمة التجارة. على الرغم من مساهمة التجارة في إعطاء دفعة قوية للصناعة، إلا أن غياب تقسيم العمل في تلك المرحلة قد أعاق رفع إنتاجية

¹ خبابة عبد الله وبوقرة رابح، الوقائع الاقتصادية "العولمة الاقتصادية-التنمية المستدامة"، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية مصر، 2009، ص 36.

العمل وزيادة الإنتاج إلى المستوى المطلوب ومن ثم تخفيض النفقات وتعظيم الأرباح، الأمر الذي دفع أرباب العمل والمنتجين لإعادة النظر في طريقة إدارة العملية الإنتاجية وتطوير وسائل الإنتاج في مرحلة لاحقة.¹

4- مرحلة الرأسمالية الصناعية (المصنع الرأسمالي): عرفت الصناعة خلال هذه المرحلة نقلة نوعية سواء

من حيث أدوات الإنتاج المستخدمة أو التطور الفكري من الأفكار والنظريات التي ظهرت وكان لها أثر إيجابي على الاقتصاد عموماً والصناعة خصوصاً. تعتبر الثورة الصناعية التي انطلقت في سنة 1733 أهم حدث ارتبط بهذه المرحلة، والتي أدت إلى تغير جذري في أنماط الإنتاج بإحلال الآلات محل الأدوات البدائية إضافة إلى الاتجاه نحو الاعتماد على الصناعات كثيفة رأس المال بدلاً من الاستخدام الكثيف للقوى البشرية.² بفضل الثورة الصناعية الأولى، استعادت الصناعة مكانتها وأصبحت مركز النشاط الرئيسي للنظام الاقتصادي ومركز جذب للاستثمارات، ونظراً للكميات الكبيرة التي استطاعت إنتاجها كان لابد من إيجاد قنوات لتصريفه، وهو ما قامت به التجارة التي أصبحت في خدمة الصناعة.³

5- مرحلة الصناعة الآلية (الثورة الصناعية الثانية): جرى في هذه المرحلة استخدام الآلات والتقنيات

على نطاق مكثف وفي كافة القطاعات، حيث شجعت النتائج الإيجابية التي انبثقت عن الثورة الصناعية الأولى الكيانات على التطبيق الفعلي للاختراعات، وبذلك حلت أنواع جديدة من الآلات قليلة الاستخدام للطاقة وعالية الكفاءة. مع اكتشاف البنزول، عرف القطاع الصناعي مزيداً من التطور نظراً للتكلفة المنخفضة للوقود المستخرج من البنزول مقارنة بالفحم، وبذلك دشّن عصر البنزول ليصبح الطاقة الأساسية المستخدمة في تشغيل الصناعة.⁴

مع مطلع القرن العشرين، انقسم العالم إلى دول صناعية غنية ودول زراعية فقيرة، حيث أصبحت الصناعة مرادفاً للثروة والتنمية الاقتصادية والريادة التكنولوجية والنفوذ السياسي والهيمنة الدولية، فالدول التي فشلت في إرساء قواعد الصناعة أو تلك التي عانت من تفكك نسيجها الصناعي كانت هي التي شهدت تأخر على كل المستويات. فشلت الدول التي لم تستطع المحافظة على نمو قوي للقطاع الصناعي أو التي تبنت سياسات

¹ محمد عمر أبو عبيده وعبد الحميد محمد شعبان، تاريخ الفكر الاقتصادي، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات القاهرة مصر، 2008، ص 100.

² United Nations Industrial Development, Sustaining Employment Growth: the Role of Manufacturing and Structural Change, Organization Industrial Development Report 2013, p 15.

³ خبايا عبد وبوقرة رايح، المرجع السابق، ص 86.

⁴ محمد إبراهيم عبد الرحيم، المرجع السابق، ص 15.

صناعية عكسية، كالانتقال من تصدير المواد الأولية إلى سياسة إحلال الواردات، في الاستفادة من الفرص الكبيرة الذي أتاحتها الاقتصاد العالمي، نظرا للنشاط الكبير الذي عرفته أسواق الدول المتقدمة التي بدأت في تكييف اقتصاداتها للانفتاح على العالم.¹

الفرع الثاني: استراتيجيات التصنيع

تعرف الإستراتيجية بأنها مجموعة القرارات والإجراءات التي تهدف في مجملها إلى التوقع أو الاحتياط في مواجهة بيئة مستقبلية غير أكيدة لتحقيق هدف أو مجموعة أهداف، وذلك في إطار الإمكانيات والموارد المتاحة.² تبعا لاختلاف الظروف التاريخية والاقتصادية والاجتماعية وفي بعض الأحيان السياسية للدول، سعت كل دولة إلى تبني إستراتيجية تصنيع معينة أو أكثر تناسب ظروفها وتحقق أهدافها. وفي هذا السياق، يمكن ذكر أهم استراتيجيات التصنيع التي لا زالت تنتهج، وهي:

أولا: سياسة إحلال الواردات وسياسة التوجه للتصدير: أدى السعي لتحقيق التنمية الصناعية وتحقيق الاكتفاء الذاتي كخيار استراتيجي إلى تبني الدول النامية خلال السنوات الأولى التي تلت استقلالها إستراتيجية إحلال الواردات التي تأسست على خلق حواجز جمركية وغير جمركية على بعض وارداتها، إضافة إلى إجراءات حمائية أخرى؛ كالرقابة على الأسعار والقمع المالي، بغض النظر عن جدواها الاقتصادية، وهو ما خلق في كثير من الأحيان نزاعات مع دول أخرى ومنظمات دولية.³ تأسست محاولات الدول النامية للحاق بركب الصناعة في بادئ الأمر على الصناعات الخفيفة ذات الاستخدام الكثيف للعمالة أملا في اكتساب التكنولوجيا والمهارات التقنية التي تؤهلها إلى الانتقال إلى مرحلة صناعية متقدمة إضافة إلى استيعاب البطالة وتحقيق الأمن الغذائي.⁴ ونظرا لاستحالة قيام نهضة صناعية فعلية في غياب مقومات أساسية خاصة رأس المال، سعت الدول النامية إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية لغلق فجوة التمويل من خلال اللجوء إلى الاقتراض الخارجي لتمويل خطط الاستثمار الصناعي، ولكن ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية خلال سبعينات وثمانينات القرن الماضي إضافة إلى ركود الاقتصادات المتقدمة وضع كثيرا من الدول المقترضة في وضع مالي عسير عجزت معه بعضها عن خدمة

¹ United Nations Industrial Development Organization, op.cit, p 16.

² Jean Claude Tarondeau, **Stratégie Industrielle**, 2eme édition, Librairie Vuibert, Paris, France, Octobre 1998, p 26.

³ Izak Atiyas, Structural Transformation and Industrial Policy, Economic Research Forum (ERF), Policy Perspective N°16, December 2016, p 05.

⁴ United Nations Industrial Development, Lao PDR: Medium-term Strategy and Action Plan for Industrial Development, A Comprehensive Framework to Foster Economic Initiative in Lao PDR., 31 May 2003, p 15.

مديونيتها، ما عجل بقيام نادي لندن وباريس. للتعامل مع التهديد المستجد والمتمثل في توقف التمويل، جاءت عدة اقتراحات من جهات مختلفة لإعادة جدولة الديون العالقة، فكان لذلك أثارا سلبية عميقة على التنمية الصناعية في الدول النامية.¹

نظرا لسلبيات إستراتيجية إحلال الواردات وللاستفادة من الفرص التي يتيحها الاقتصاد الدولي، اتجهت بعض الدول، خاصة في آسيا، مع مطلع سبعينات وثمانينات القرن الماضي إلى الاعتماد المكثف على قطاع التصدير من خلال اعتماد إستراتيجية التوجه للتصدير للاستفادة من المزايا النسبية لاقتصادها واستغلال القدرات الإنتاجية الموجودة، خاصة أن وفورات الحجم تكون عند حدودها القصوى في قطاع التصدير.² بعد عقدين من تطبيق سياسة ترقية الصادرات، تحققت على العموم نتائج طيبة مع تمكن العديد من الدول النامية من بناء قاعدة صناعية واكتساب مهارات إدارية وتسويقية انعكست في زيادة الناتج القومي وارتفاع مستوى المعيشة وتشجيع الاستثمار.³ وبدورها، كان لسياسة الاعتماد على التصدير سلبيات، حيث وضعت الاقتصادات المعتمدة عليها في حساسية شديدة للأحداث الدولية وعرضة للصدمات والأزمات المالية. مع انفجار الأزمة المالية العالمية 2008، ونتيجة للاعتماد الكثيف على أسواق الدول المتقدمة، أدت الاضطرابات التجارية والمالية وشح السيولة إضافة إلى انهيار الطلب المحلي في الدول الصناعية المتقدمة إلى انتقال الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم، ولاسيما تلك المعتمدة على التصدير إلى السوق الأمريكي.⁴

ثانيا: إستراتيجية ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: اتجهت كثير من الدول إلى تشجيع نمط الصناعة ذو الحجم الصغير والمتوسط أو ما يطلق عليه المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة نظرا لمرونتها، وقدرتها على النشاط والتوسع في ظل إمكانيات محدودة. ترجع أهمية هذه الصناعات إلى عدة أسباب، أهمها اعتمادها الكبير على عنصر العمل وهو ما يسهم في تخفيض معدل البطالة وتخفيف حدة الفقر، كما لها مساهمة فعالة في زيادة القدرة التصديرية للدول التي تعتمد عليها، ومن ثم تحفيز الإنتاج وتحسينه من الجوانب التقنية والاقتصادية. من مميزات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قدرتها على استيعاب الموارد الإنتاجية نظرا لما تتميز به من مرونة وسرعة في

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، المرجع السابق، ص 26.

² أحمد سعيد باخمرة، اقتصاديات الصناعة، دار الزهراء للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، الطبعة الثانية، 2001 ص 240.

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم، المرجع اعلاه، ص 28.

⁴ Olivier Cattaneo & Gary Gereffi & Cornelia Starits, **Global Value Chains in Postcrisis World a Development Perspective**, The World Bank, 2010, p 06.

التكيف مع المستجدات الاقتصادية، كما أن قدرتها الكبيرة على التوسع الجغرافي والنمو وتشجيع روح المبادرة جعل دول عديدة تقبل على تشجيعها، وذلك لتخفيف الفجوة التنموية القائمة بين المناطق الريفية والحضرية.¹

ثالثا: الصناعات الخفيفة والثقيلة: تضع الأمم المتحدة ومؤسساتها المتخصصة الصناعة في صنفين

رئيسيين، هما: الصناعات الثقيلة التي تضم صناعة السلع المعمرة والكيماويات والمعادن وغيرها، والصناعات الخفيفة التي تشمل على صناعة السلع الغذائية والتبغ والأثاث والخشب وغيرها. مع مطلع الخمسينات من القرن الماضي اتجهت كثير من الدول النامية، مباشرة غداة استقلالها، إلى الاعتماد على الصناعات الثقيلة نظرا لما لها من إمكانيات؛ كوفورات الحجم والقدرة على المنافسة، إلا أن ضعف البنية التحتية وغياب المقومات الأساسية لنشاطها جعلت من تلك الصناعات عاجزة عن التطور والنمو، كما أن نقص مصادر التمويل قد شكل هو الآخر عائقا رئيسيا أمام تطور تلك الصناعات. وعليه، اتجهت بعض البلدان ذات الأسواق الصغيرة فقيرة الموارد المالية والفنية إلى تشجيع الصناعات الخفيفة نظرا لقدرتها الكبيرة على التكيف مع البيئة الاقتصادية للدول النامية ذات الأسعار المتقلبة، إضافة إلى قدرتها على استيعاب اليد العاملة وخلق روابط خلفية وأمامية مع قطاعات أخرى، وهو ما يصب في مصلحة هاته الأخيرة.² وفي هذا الصدد، شجعت الجزائر الصناعات الخفيفة، خاصة الصناعات النسيجية والجلدية والصناعات الغذائية والإلكترونيات، كما خصصت مبالغ هامة لتأهيل المناطق الصناعية الموجودة لتطوير الصناعية وتحسين طرق التسيير وبناء مناطق جديدة، وذلك من أجل استغلال الموارد الاقتصادية العاطلة بما فيها المواد الأولية.³

رابعا: المشروعات المشتركة: إضافة إلى السياسات الصناعية السابقة، تبنت بعض الدول في سياق

التكامل الاقتصادي الإقليمي المشروعات الصناعية المشتركة، حيث يتخذ شكل المشروع المشترك إما أسلوب المشاركة برأس المال أو المشاركة التعاقدية. مع بروز قضايا التنمية والاستقرار الاقتصادي مع مطلع الستينات من القرن الماضي، ولمواجهة اتساع نفوذ الشركات العابرة للقوميات وضعف مصادر التمويل المحلية، اعتبرت عدد الدول النامية أن المخرج يكمن في تعزيز التعاون الإقليمي بإقامة مشاريع مشتركة غرضها إشباع الحاجات المختلفة وبسط سلطتها على إقليمها، الاستفادة من مزايا اتساع السوق بخلق مشروعات كبيرة قادرة على تحقيق التغلب

¹ زايري بلقاسم، العناقد الصناعية كإستراتيجية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 07، 2007، ص169.

² مدحت القريشي، الاقتصاد الصناعي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص50.

³ رشيد حمريط، المرجع السابق، ص12.

على مشكلة ضيق السوق، إزالة العوائق التي تقف أمام حركة انتقال عوامل الإنتاج بما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي زيادة كفاءة استخدامها، التغلب على مشكلة ندرة أو غياب أحد عناصر الإنتاج، مواجهة محاولة الشركات الأجنبية الكبيرة الاستحواذ على الأسواق المحلية خاصة في الصناعات الواعدة، إضافة إلى المساعدة في تدعيم التكامل الاقتصادي وتعزيز التعاون الاقتصادي الإقليمي.¹

خامسا: السلاسل العالمية لقيمة المنتجات: يرجع نشأة السلاسل العالمية للإنتاج إلى الثورة الصناعية الأولى مع الارتفاع غير المسبوق في الإنتاج، توسع القدرات الإنتاجية، طفرة المعلومات ووسائل الاتصال وانتشار التكنولوجيا وتراجع دور الدولة، حيث إن تلك الظروف جعلت من الاقتصادات الوطنية أكثر قابلية للتكامل والاندماج في سياق الاستفادة من توسع الأسواق التي أتاحتها الثورة.² يرجع الفضل في توسع السلاسل العالمية للإنتاج إلى التحولات العميقة التي غيرت ملامح العلاقات الاقتصادية الدولية، مع انتقال العالم من القطرية إلى العولمة الاقتصادية ثم إلى الاقتصاد الرقمي تحت تأثير الطفرات في وسائل النقل، خدمات تكنولوجيا المعلومات والاتصال والاتجاه المتزايد نحو فتح وعولمة الأسواق وتحرير التجارة الدولية بتشجيع من الشركات المتعددة الجنسيات.³ تعد السلاسل العالمية للإنتاج أحد أبرز مخرجات العولمة وكرد فعل لتزايد حدة المنافسة للاستحواذ على الأسواق والاستفادة من وفورات الحجم. في سبيل التمرکز وتعزيز موقعها التنافسي، أعادت الشركات المتعددة الجنسيات صياغة إستراتيجيتها الصناعية بالاعتماد أكثر على العامل التكنولوجي كأهم مدخل في عملية الإنتاج، فانتقلت من التركيز على القيمة المضافة للمنتج ككل إلى تعظيم القيمة المضافة لكل مكون للمنتج، أي التفتت الرأسي للعمليات الإنتاجية.

تكمن فكرة السلاسل العالمية لتطوير قيمة المنتجات في ربط وصهر مجموعة كيانات وشركات متواجدة في عدة أماكن في العالم في كيان واحد هو الأكبر يحدد مركزه الإستراتيجية والسياسات التي بدورها تقوم الكيانات الأصغر بإتباعها، حيث تعطى استقلالية أكبر للشركات الخارجية عبر تقليص الاستثمارات المالية للشركة الأم وتخفيض الملكية المباشرة لها مع إبقاء نفوذها التقني والإنتاجي عليها. بينما تخصص الشركات الفرعية في بعض العمليات الإنتاجية والتي عادة ما تكون غير أساسية وذات قيمة مضافة منخفضة نسبيا، تستحوذ الشركات المركز

¹ محمد محمود الإمام، العمل الاقتصادي العربي المشترك: أبعاده وتطوره، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، مصر 2001، ص 299.

² Gary Gereffly & Xubei Luo, Risks and Opportunities of Participation in Global Value Chains, The World Bank, Policy Research Working Paper 6847, April 2014, p 02.

³ Salah Mouhoubi, Crise Financière Mondiale et Enjeux de la Guerre des Monnaies, Office des Publications Universitaires, 2011, p 25.

على النشاطات الأساسية الخاصة بالبحث والتطوير، بالإضافة إلى التكفل بوضع إستراتيجية للتنسيق بين كل تلك الأنشطة بهدف تخفيض التكاليف وتعظيم القيمة المضافة والأرباح.¹ في ظل تلك الإستراتيجية، يكون المكون المعرفي للمنتجات هو موضوع التنافس، وأتمن موجودات الشركات والمولد الرئيسي للقيمة المضافة العالية التي تضمن للشركة بقاءها واستمرارها.² وفي هذا الصدد، تجدر الإشارة أن 60% من واردات الولايات المتحدة الأمريكية من الدول الناشئة تتكفل بها شركات أمريكية بواسطة فروعها المقامة هناك، ونفس الأمر بالنسبة للدول الأوروبية.³ لتحقيق أهداف الشركة الأم، تظهر الحاجة للتنسيق بين سلاسل القيمة من خلال خلق علاقات اعتمادية وتكاملية بين أطراف السلسلة وتحديد دور كل منها، مع ترك مهمة الرقابة والتنسيق للشركة قائدة السلسلة.

تحمل المشاركة في السلاسل العالمية في طياتها تناقضات، فمن جهة، تفتح السلاسل العالمية فرصا جديدة للشركة المشاركة لتحقيق أرباح وتوسيع أفق السوق وتنويع منتجاتها، ومن ناحية أخرى قد يشكل الدخول في أسواق جديدة تحديا في حد ذاته، فارتفاع حدة مخاطر الأسواق التي تدخلها الشركة قد يجعل من عدم تماثل المعلومات أكثر حدة. تفرض الاستفادة من المشاركة في سلاسل القيمة العالمية على الشركة أن تحوز على بعض الخصائص؛ كقدرة إنتاج كبيرة نسبيا وتكنولوجيا متقدمة وإدارة محنفة وأسواق تصدير متنوعة. كذلك، تفتح السلاسل العالمية للموردين المجال لتوثيق العلاقات مع المشتريين في مختلف أنحاء العالم، مما يسهل اكتساب المعارف والخبرات لتزقية قدراتهم في سبيل التكيف مع معايير الأسواق العالمية.⁴

رغم إيجابياتها، فقد ينتج عن الاعتماد على السلاسل العالمية للإنتاج انكشاف الاقتصاد للصدمات التي قد يتعرض لها موقع أو عنصر واحد والتي يمكن أن تنتشر بسهولة إلى باقي كيانات السلسلة، ومن ثم إلى باقي الاقتصاد. وفي هذا الصدد، يمكن للاستثمار الأجنبي المباشر، الذي يعتبر أبرز مميزات السلاسل العالمية، أن يؤثر في أداء الشركات خاصة في أوقات الأزمات بطرق مختلفة تبعا لهيكل تلك الشركات، فقدرة الشركات المتعددة الجنسيات على نقل وتحويل الإنتاج بين الدول يمكن أن يرفع من حدة التقلبات.⁵ تعتبر سياسة السلاسل العالمية

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، المرجع السابق، ص 45.

² نوري منير، السياسات الاقتصادية في ظل العولمة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 129.

³ Jacques Leger, *l'avenir de notre industrie ! Construire une mondialisation durable*, AFNOR, Paris, France, 2010, p 45.

⁴ Iman A.Al-Ayouty, *Textile Global Commodity Chains: Efficiency and Industrial Upgrading in Egypt*, Egyptian Center for Economic Studies ECES, Working Paper N° 160, December 2010, p 13.

⁵ Gary Gereffly & Xubei Luo, op. cit, p 06.

لقيمة المنتجات أكثر تقلبا نظرا لارتباطها الوثيق بأحداث الاقتصاد الدولي وبالأخص الدول المتقدمة، فقد عرفت سلاسل الإنتاج العالمية انكماشاً واضحاً خلال الأزمة المالية العالمية 2008 على إثر النزاع الحاد للطلب في الدول الصناعية المتقدمة، والتي تعد الأسواق الرئيسية لها نتيجة الانكماش الاقتصادي.¹

يكشف تطور الصناعة والسياسات الصناعية عن ارتباط القطاع الصناعي بالقطاعات الاقتصادية الأخرى، حيث يعتبر من أكثر القطاعات الاقتصادية التي تربط بعلاقات شديدة التشابك والتعقيد بالقطاعات الاقتصادية، الأمر الذي جعل من الدول تولى أهمية بالغة بالقطاع الصناعي وتكرس السياسات لرفع أدائه بما يخدم اقتصاداتها الحقيقية. مع توسع العولمة واشتداد المنافسة في الأسواق المحلية، أصبح تطور القطاع الصناعي واستمرار المؤسسات الصناعية مرهوناً بوجود قطاع الخدمات بما يساهم بالاستفادة من الفرص التي تتيحها العولمة.

المطلب الثالث: مفاهيم حول قطاع الخدمات

مع دخول العالم عصر اقتصاد المعرفة، أصبح الارتباط بين الإنتاج والخدمات شديداً إلى درجة التكامل وأصبح نمو وتوسع الإنتاج العيني الذي يتكفل به القطاع الزراعي وقطاع الصناعة مرتبطاً بوجود قطاع الخدمات التي زادت أهميتها بعد انتهاء الحرب الباردة واتجاه الدول إلى الانفتاح الاقتصادي على بعضها، بحيث أصبحت آفاق النمو معتمدة على درجة تطور قطاع الخدمات، وأصبحت إستراتيجية تعزيز القدرات التنافسية على المستوى الجزئي والكلبي متوقفة على توفر بعض الخدمات. وفي هذا المطلب، سنحاول تسليط الضوء على المفاهيم الأساسية لقطاع الخدمات من خلال التطرق إلى الجوانب الهامة في ذلك.

الفرع الأول: تعريف الخدمات وتصنيفاتها

عرف قطاع الخدمات طفرات نمو ابتداءً من نهاية العقد الثامن من القرن الماضي مع اتجاه الدول إلى تحرير اقتصاداتها وتبني نهج الانفتاح الاقتصادي، بحيث أصبح قطاع الخدمات يحتل أهمية اقتصادية كبيرة ومحرك النمو. وبدورها، عرفت الخدمات تطورات هامة من حيث التعريف والتصنيف، متفاعلة في ذلك مع التطورات التي شهدتها الهياكل الاقتصادية التي ارتفعت فيها مساهمة قطاع الخدمات. وفيما يلي، سنحاول التطرق إلى أهم التعاريف والتصنيفات التي وردت في ما تعلق بالخدمات.

¹ Daria Taglioni & Debrah Winkler, **Making Global Value Chains Work For Development, Economic Premise**, The World Bank, May 2014, May 2014, p 03.

أولاً: تعريف الخدمات: على الرغم من المكانة الكبيرة التي أصبحت الخدمات تشغلها، إلا أنه لم يحصل اتفاق على تعريف موحد ودقيق للخدمات لحد الآن، ذلك لحداتها مقارنة بباقي القطاعات الاقتصادية إضافة إلى أنها لازالت لم تحظ بنفس ذلك الاهتمام الذي يوليه الاقتصاديون وصانعو القرار لتجارة السلع. على مدى قرنين أهملت النظريات الاقتصادية والمدارس الفكرية أهمية الخدمات واعتبرتها قطاعاً تابعاً وهامشياً أو مكملًا ثانويًا للقطاعات الزراعي والصناعي المنتجان الأساسيان للسلع، هذان القطاعان ظل ينظر إليهما على أنهما قطاعان منتجان للدخل وخالفان للثروة على عكس الخدمات.¹

استند الفكر التقليدي في تعريفه للخدمات وتمييزه بين السلع والخدمات إلى الخصائص المادية وغير المادية لكل منهما، فاعتبر السلع هي كل الأشياء المادية الملموسة أو المنظورة القابلة للتخزين والاستعمال لفترة زمنية معينة، أما الخدمات فهي كل شيء من طبيعة غير مادية وغير منظورة وغير قابلة للتخزين كما أن استهلاكها يتزامن مع وقت إنتاجها.² وعليه، تتطلب الأنشطة الاقتصادية الخدمية وجود تفاعل بين مقدم الخدمة ومستهلكها. لضمان تحقيق تفاعل فعال، فقد كان لزاماً تدخل حكومي يضمن تخفيض عدم اليقين المتأصل بخاصية اللامادية التي تكون في الخدمات من خلال الدخول في اتفاقيات دولية لغرض تحقيق انسجام بين النظم القانونية المحلية، وتحقيق انسياب طبيعي للخدمات بين طرفي العلاقة.³

غير أن التطورات الاقتصادية والتكنولوجية المتسارعة، ابتداءً من ثمانينات القرن الماضي، قد أعادت النظر في تصنيف الخدمات كقطاع غير منتج، كما أن الحدود التي كانت تفصل بين السلع والخدمات قد بدأت تتلاشى، فالثورة التقنية التكنولوجية الحديثة أتاحت للخدمات أن تحوز بعض الخصائص المادية، كما أن تطور تكنولوجيات الكمبيوتر قد وفرت إمكانية تخزين وحفظ خدمات المعلومات لفترات طويلة، إضافة إلى أن إنتاج السلعة وتسويقها قد أصبح يستحيل في غياب بعض الخدمات المرافقة من توزيع ونقل ودعاية وغيرها. وعليه حتمت تلك التطورات إعادة النظر في أهمية الخدمات، كما أن الحاجة إلى إعطاء تعريف للخدمات يمكن به تفادي الإهمال الذي طال قطاع الخدمات دفعت إلى بروز بعض المحاولات التي في مضمونها تعترف بالخدمات

¹ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية وفقاً لاتفاقية الجات في مجال الخدمات (GATS)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 99.

² صفوت عبد السلام عوض، الجات ومنظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، دار النهضة العربية القاهرة، مصر، 2002، ص 12.

³ Mahmoud Mohieldin, the Egypt-EU Partnership Agreement and Liberalization of Services, Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper N°9, February 1997, p 01.

كقطاع اقتصادي كغيرها من القطاعات (قطاع ثالث). وفي هذا السياق، قام "فيشر" (Fisher) بتقسيم الأنشطة الاقتصادية إلى ثلاث قطاعات إنتاجية، أولها الزراعة واستخراج المعادن، أما القطاع الثاني فيضم الأنشطة الأكثر تطورا وهي الصناعة التحويلية، فيما يتضمن القطاع الثالث مجموعة واسعة من الأنشطة الخدمية التي لا تقل أهمية عن القطاعين السابقين. يتفق "كلارك" (Clark) مع "فيشر" في تقسيمه من خلال تضمين خدمات الإنشاءات والخدمات الشخصية والحكومية والاتصالات، وهي في نظره خدمات إنتاجية تضاف إلى القطاع الأول الذي يتكون من الزراعة والغابات والصيد والقطاع الثاني الذي يضم الصناعة التحويلية. أما "فوراسيتي" (Fourasité) فقد اعتمد في تصنيفه للأنشطة على معدل إنتاجيتها، فالقطاع الأول يشمل الأنشطة ذات الإنتاجية المتوسطة كالزراعة، أما القطاع الثاني ف يضم الأنشطة ذات الإنتاجية المرتفعة كالصناعة، أما الأنشطة الخدمية ذات الإنتاجية المنخفضة أو بطيئة النمو فتم تضمينها في القطاع الثالث، وهو في ذلك قتل من أهمية الخدمات ووضع التصنيف في تناقض مع الإحصاءات والتقارير الرسمية التي تشير إلى ارتفاع معدل نمو إنتاجية الخدمات مقارنة بالسلع.

رغم اتفاق الكثير على تعريف تجارة الخدمات اصطلاحا على أنها أي نشاط اقتصادي يتضمن تداول أي شيء غير منظور، إلا أن الاتفاق على تعريف اقتصادي موحد لم يحظ بعد بالإجماع المطلوب، وعادة ما ينسب ذلك إلى تنوع الخدمات وتشعبها ودخول بعضها في إنتاج سلع أخرى، الأمر الذي جعل من وضع معيار يمكن به فصل السلع عن الخدمات مطلبا صعب المنال. ولذلك، لجأت كثير من الدول في تقديمها لحساباتها القومية إلى وضع قائمة الأنشطة التي تدخل ضمن نطاق الخدمات. وفي هذا السياق، يعد التعريف الذي قدمه "سنايب" (Snape H. Richard) في سنة 1990 من أبرز التعريفات التي تطرقت إلى موضوع الخدمات في التجارة الدولي، والذي اعتمده صندوق النقد الدولي في إحصائه لموازين المدفوعات الدولي كونه يعتمد على الموقع في إحصائه للمعاملات الاقتصادية، حيث أن الخدمات في مفهوم "سنايب" هي "عرض خدمة يقدمها مقيم في إحدى الدول إلى طالب خدمة مقيم في دولة أخرى، وذلك بالنسبة للخدمات التي تدخل في إنتاج سلعة أخرى وقد يكون متلقي الخدمة شخصا طبيعيا (كخدمات السينما) أو معنويا (خدمات البنوك والتأمين) أو شيئا كالسفن (خدمات الإصلاح والصيانة والرسو) أو سلعة (خدمات نقلها).

ونتيجة للخصائص التي تميز الخدمات كونها غير ملموسة وغير منظورة، تطرح عديد الصعوبات عند التطرق إلى قياس تدفق الخدمات بين الحدود الإقليمية للدول، خاصة وأن كثيرا من المعاملات الخدمية يمكن أن تتم داخل الدول ولكن تصنف إحصائيا على أنها تجارة دولية؛ كخدمات السياحة والرعاية الصحية، إضافة إلى

ذلك تثار عدة مشكلات عند الجيء إلى معرفة الغرض من عبور شخص للحدود الوطنية (زيارة أو سياحة أو توريد خدمات استشارية)، وهو ما يؤثر في دقة البيانات والإحصاءات المتعلقة بالتجارة في الخدمات.

إضافة لما سبق، تظهر مع التجارة الدولية في الخدمات مشكلة ارتباط الخدمة بالسلعة خاصة في بعض الخدمات؛ كالصيانة والإصلاح، حيث أن التنقل بين حدود الدول لأدائها يستلزم نقل بعض السلع أو نقل السلعة نفسها التي تحتاج إلى الإصلاح عبر الحدود. كذلك، يتطلب توريد خدمات؛ كالياناعات والمعلومات والاستشارات، استخدام سلع معينة؛ كأقراص التخزين أو الورق والفاكسات، وهو ما يجعل من الفصل بين السلع والخدمات مستحيلاً، يصعب معه وضع إحصاءات دقيقة عن السلع والخدمات كل على حدة.¹

ثانياً: تصنيف الخدمات: لقد وردت عدة محاولات لوضع تقسيم للخدمات، وذلك بالاستناد إلى معايير معينة وسنحاول فيما يلي التطرق إلى أهم تلك التصنيفات، كالآتي:

أ- تصنيف الخدمات بناء على معيار حداثة ظهورها: حيث تقسم إلى خدمات حديثة النشأة والاستهلاك يرتبط استخدامها طردياً مع مستوى دخل الفرد، خدمات تكميلية ارتبط ظهورها بتطور الصناعة وبالمستوى الحضاري، وخدمات قديمة أو الكلاسيكية وهي أول الخدمات من حيث الظهور.

ب- تصنيف الخدمات بناء على معيار المدخل: وفيه يعتمد في تصنيف الخدمات على المدخل الإنتاجي الذي ترتبط فيه الخدمات بالقطاعات الأولية والتصنيعية؛ مثل الخدمات التوزيعية وخدمات المنتج والمدخل الاستهلاكي الذي تنتج فيه الخدمة لإشباع الطلب الاستهلاكي.

ت- تصنيف الخدمات بناء على محتواها المعرفي: تضم خدمات تعتمد على المعرفة وخدمات ثانوية يتضاءل فيها أهمية المحتوى المعرفي، إضافة إلى اعتمادها على طرق قديمة في إنتاجها.

ث- تصنيف الخدمات في إطار التجارة الدولية: نظراً لأهمية التجارة الدولية في الخدمات، تعددت المعايير التي اعتمدت لتصنيفها، إلا أن هناك تصنيفين بارزين كانا قد وردا في نصوص اتفاقيات منظمة التجارة العالمية، وهما:

- تصنيف الخدمات بناء على شكل التجارة: تضم خدمات متعلقة بالاستثمار، خدمات متعلقة بالتجارة، وخدمات متعلقة بالتجارة والاستثمار معاً.

¹ صفوت عبد السلام عوض ، الجات ومنظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، المرجع السابق، ص ص 12، 15.

- التصنيف القائم على تحرك عارض أو طالب الخدمة أو كليهما: يستند هذا التقسيم على حركية وانتقال كل من منتج (العارض) ومستهلك (الطالب) الخدمة أو كليهما بصفة مؤقتة تبعا لطبيعة الخدمة وحاجتها لتلك التنقلات.¹ من خلال نصوص اتفاقية التجارة الدولية في الخدمات،² تبنت منظمة التجارة العالمية أربعة أساليب رئيسية يمكن من خلالها تقديم الخدمات والتي تعرف بأعماط العرض، وهي:
- خدمات منفصلة تؤدي دون الحاجة إلى تنقل عارض وطالب الخدمة، خدمات متمركزة في موقع عارضها تتطلب تنقل طالب الخدمة إلى موقع عارضها، وخدمات متمركزة في موقع طالبها تتطلب تنقل عارض الخدمة إلى موقع طالبها.³
- خدمات مرتبطة غير منفصلة تتطلب تنقل طالب وعارض الخدمة إلى بلد ثالث، والذي يطلق عليه تجارة البلد الثالث.⁴

إضافة إلى الأشكال الأربعة لتوريد الخدمة، أضافت نصوص الاتفاقية أسلوبا خامسا يمكن به تقديم الخدمة وهو السفر من دولة عضو لغرض تقديم خدمة العمل في دولة أخرى أو ما يعرف بتواجد أشخاص طبيعيين، وقد يكون هذا التواجد بصفة مستقلة؛ كالعامل كمستشار مثلا، أو كموظف في إحدى مؤسسات خدمة أجنبية كاستشارات أو شركة بناء.⁵

الفرع الثاني: أشكال الخدمات

على الرغم من إخضاع الخدمات إلى إطار تنظيمي وتشريعي متعدد، وتخصيص مجلس شؤون التجارة في الخدمات⁶ للإشراف على تطبيق الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات "الجاتس"، والتأكد من التزامات الدول الأعضاء، إلا أن الخدمات لازالت من الموضوعات التي لم يحسم فيها بشكل نهائي، حيث تم الاتفاق على

¹ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، المرجع السابق، ص 111.

² المادة 12 من اتفاقية الجاتس.

³ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، المرجع اعلاه، ص ص 120، 121.

⁴ صفوت عبد السلام عوض ، الجاتس ومنظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، المرجع السابق، ص 20.

⁵ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، المرجع اعلاه، ص 122.

⁶ نصت الفقرة الخامسة من المادة الرابعة من اتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية على إنشاء ثلاث مجالس لإدارة العلاقات التجارية الدولية، وتخضع تلك المجالس في عملها، بما فيها مجلس التجارة في الخدمات، إلى إشراف المجلس العام. تجدر الإشارة إلى أن اجتماعات المجالس تعقد كلما اقتضت الضرورة لذلك.

استمرار المفاوضات لتغطية كل الخدمات.¹ وعلى أي حال، ولغرض تفصيل الخدمات، يمكن تقسيم الخدمات إلى خدمات خاضعة لاتفاقية "الجاتس"، وأخرى غير خاضعة يمكن فرض قيود محلية على تدفقها.

أولاً: الخدمات الخاضعة لاتفاقية "الجاتس": اشتملت اتفاقية "الجاتس" على مجموعة واسعة من الخدمات المتنوعة يمكن تصنيفها كما يلي:

أ- تقسيمات سكرتارية منظمة التجارة العالمية: قسمت سكرتارية منظمة التجارة العالمية الخدمات إلى الأشكال التالية:

- خدمات الأعمال: تعد خدمات الأعمال أهم الخدمات من حيث التنظيم على اعتبار صلتها المباشرة بتحرك الأفراد الطبيعيين بين الدول لتقديم خدماتهم والتي عادة ما تصطدم بعدة حواجز، أهمها اختلاف القوانين الوطنية والقيود التي تفرض على الاستثمارات الأجنبية وعلى حركة الأفراد.

- خدمات الاتصالات: إن الطابع الخاص للاتصالات بسبب التطور التكنولوجي السريع في مجالها وارتفاع الطلب عليها قد جعلها دوماً من موضوعات المفاوضات متعددة الأطراف من أجل المحافظة على حقوق كل دولة، ضمان منافسة عادلة وشفافة، ولتفادي أي إجراء من شأنه التمييز في المعاملة بين مقدمي الخدمات.

- خدمات الإنشاءات والهندسية ذات الصلة: تقدم هذه الخدمات في صور عديدة، أما فترة تقديم الخدمة فتستمر مع حياة المشروع موضوع الإنجاز.

- خدمات التوزيع: تلعب خدمات التوزيع دوراً هاماً في دورة الإنتاج والاستهلاك، حيث تبرز التجارة الإلكترونية كإحدى الأشكال الحديثة للتجارة من خلال خلق منافذ جديدة للتوزيع عبر الإنترنت (خدمة الاتصالات) بتكلفة أقل وبهامش ربح أكبر.

- الخدمات التعليمية: رغم حساسية هذه الخدمات، تلزم اتفاقية "الجاتس" الحكومات بفتح أسواق تلك الخدمات للأجانب مع ضرورة عدم التمييز في المعاملة بين مقدمي الخدمات الأجانب والمحليين والاعتراف بمؤهلات مقدمي الخدمات الأجانب التي تحصلوا عليها في بلدانهم الأصلية.

- الخدمات البيئية: على ضوء الاهتمام العالمي بالبيئة تم إضافة الخدمات البيئية إلى نطاق الخدمات الخاضعة لاتفاقية "الجاتس". وعلى اعتبار أن الخدمات البيئية متنوعة ووثيقة الصلة ببعضها، تم توسيع نطاقها

¹ سهيل حسين الفتلاوي، منظمة التجارة العالمية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 183.

ليشمل خدمات الصرف الصحي والصحة النباتية والتقليل من الضوضاء وكل ما يتعلق بالتخلص من التأثيرات السلبية لاستخدام الطاقة والموارد الصناعية على البيئة.¹

- الخدمات المالية: تتميز الخدمات المالية عن بقية الخدمات في أنها على درجة كبيرة من الحساسية بسبب ارتباطها المباشر بالسياسة النقدية والاقتصادية للدول. ولذلك، يخضع تدفق تلك الخدمات لقيود أكثر² ورقابة أشد، فقد عبّرت كثير من الدول عن مخاوفها من تحرير التعامل في الخدمات المالية نظرا لما قد ينزب عليه من أضرار بالمصالح الاقتصادية الوطنية، على اعتبار أنها ليست جاهزة للمنافسة والتحكم الكلي بتدفقات رؤوس الأموال التي قد تنزب عن عملية التحرير.³ تتمثل الخدمات المالية في كافة أنواع التأمين والبنوك والخدمات المالية الأخرى ذات الصلة، وتركز اتفاقية "الجاتس" على التخفيف من الحواجز التي تعترض إقامة فروع لتقديم الخدمات وتستثني الخدمات الخاصة بالبنوك المركزية والسلطات النقدية من أحكام التحرير، ولاسيما فيما تعلق بسياسة سعر الصرف.

- الخدمات الصحية والاجتماعية: نتيجة للتطورات الحديثة توسع مفهوم الخدمات الصحية من الرعاية والعلاج إلى مجالات جديدة ذات صلة قابلة للاستثمار فيها؛ كمراكز الراحة والسياحة الصحية ومراكز التجميل إضافة إلى مراكز الأبحاث الطبية.

- خدمات السياحة والسفر.

- الخدمات الرياضية، الثقافية والتفهيية.

- خدمات النقل.

- الخدمات الأخرى التي لم تدرج تحت أي خدمة من الخدمات السابقة، وقد حرص واضعو الاتفاق على تدارك أي جديد يظهر في مجال الخدمات بضمها في الشكل الأخير.⁴

ب- ملاحق الاتفاقية: نظرا للأهمية الكبيرة لبعض الخدمات، أفردت الاتفاقية ملاحق قطاعية تتضمن

أحكاما خاصة تنظم الخدمات التي كانت محل خلاف خلال جولات تفاوضية عديدة، وذلك على النحو التالي:

¹ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، المرجع السابق، ص 143.

² تخضع التجارة في الخدمات المالية في انسيابها إلى الأسواق المحلية إلى قيود، من خلال اشتراط حد أدنى لرأس المال والاحتياطي والتشريعات واللوائح التي تنظم عملية التأسيس، كما تفرض القيود على التشغيل (قروض، معدلات الفوائد ومعاملات الصرف الأجنبي وغيرها) في حالة البنوك. تفرض الدول اشتراطات أخرى فيما يخص نقل التكنولوجيا والعمالة ومتطلبات التدريب.

³ صفوت عبد السلام عوض ، الجات ومنظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، المرجع السابق، ص 27.

⁴ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، المرجع اعلاه، ص 144.

- الملحق الثاني: انتقال الأشخاص الطبيعيين الموردين للخدمات.¹
 - الملحق الثالث: خدمات النقل الجوي.
 - الملحق الرابع والخامس: الخدمات المالية.
 - الملحق السادس: خدمات النقل البحري.²
 - الملحق السابع: خدمات الاتصالات عن بعد.³
 - الملحق الثامن: المفاوضات حول البنية الأساسية للاتصالات عن بعد.
- ثانيا: الخدمات التي لا تشملها اتفاقية "الجاتس": على الرغم من مرور أكثر من عقدين على بدء سريان أحكام اتفاقية "الجاتس" وانضمام المزيد من الدول إليها إضافة إلى انعقاد عديد الجولات التفاوضية لتحرير التجارة الدولية، إلا أن كثيرا من الخدمات لازالت خارج نطاق الاتفاقية، الأمر الذي أدى إلى اصطدام مقدمي الخدمات بكثير من الحواجز المحلية بمناسبة تقديمهم لعرضهم، وهو ما يشوّه التجارة الدولية ويحرم المستهلكين من المزايا التي قد تنزّبت عن التحرير. غير أنه من الممكن في المستقبل، وبعد الاتفاق على إدراجها في المفاوضات القادمة، أن يتم التعرض لها وشملها في الاتفاقية وهو ما قد يؤدي إلى تحريرها.
- وعموما، تتمثل الخدمات التي لا زالت خارج أحكام الاتفاقية في خدمات الهجرة المؤقتة للعمل في أراضي الدول الأعضاء، الخدمات التي تقدمها الحكومات بمناسبة ممارسة سلطتها، السياسات المالية والخدمات الضريبية، السياسات والخدمات التي تخص أسعار الصرف، علاوة على حقوق المرسى والمرور الجوي. تجدر الإشارة إلى أن من بين الخدمات المذكورة آنفا ما تم استثناءه بذكر ذلك في الاتفاقية ومنه ما لم تذكر فيها، وقد حاول المجتمعون في مؤتمر الدوحة 2001 التفاوض لإدراج بعض تلك الخدمات إلا أن وجهات النظر المتضاربة قد أفشلت الآمال بتحريرها.⁴

¹ Magda Shahin and Akrum Bestawi, Trade in Services Through the Temporary Presence of Natural Persons: A Win-Win Formula for Egypt and the EU, Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper N° 131, April 2008, p 05.

² رانيا محمود عبد العزيز عمارة، المرجع السابق، ص 162.

³ مصطفى سلامة، المرجع السابق، ص 246.

⁴ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، المرجع اعلاه، ص 166.

المبحث الثاني: مفاهيم حول القطاع المالي

رغم أهمية القطاع الحقيقي باعتباره مولد الثروة ومصدر الناتج القومي والمساهم الرئيسي في الدخل القومي إلا أنه لا يمكنه أن ينشط ويتوسع في غياب قطاع مالي يسهل عملية التبادل ويزيد من النشاط الاقتصادي. ولذلك، فإمكانية الوصول إلى تحقيق أداء اقتصادي قوي ومستقر من خلال الوصول بأداء قطاعات ومؤسسات القطاع الحقيقي إلى الكفاءة والفعالية المطلوبة لا يمكن أن تتحقق في غياب قطاع مالي صلب ومستقر وفعال تمارس مؤسساته الوساطة المالية بفعالية وكفاءة في تجميع الفوائض المالية وتخصيصها الأمثل في الأنشطة الاقتصادية المنتجة ذات الأولوية والجدوى الاقتصادية بكل انسيابية وسهولة، بما يمكن القطاع الحقيقي من القيام بالمهام المنوطة به.

المطلب الأول: المؤسسات المالية المصرفية

تعتبر البنوك أهم مكونات النظام المالي نظرا لما لها من أدوار مؤثرة تمارسها على باقي مؤسسات النظام المالي الأخرى، وبالتالي على مجريات التنمية الاقتصادية من خلال دورها الوسيط في جمع المدخرات وتحويلها من رأس مال خامل إلى منتج في شكل قروض وتسهيلات توزع بكفاءة على أنشطة القطاع الحقيقي من زراعة صناعة، وخدمات غير مالية. نظرا لأن البنوك تعتبر أقدم المؤسسات المالية ظهورا، ساهمت الخبرة المتراكمة على مدى قرون في إكساب البنوك مقومات التأقلم والنمو والتطور، حيث توسعت أنشطتها لتشمل تقديم حزمة واسعة ومتنوعة من الخدمات المبتكرة والمتجددة التي تتناسب مع مستجدات ومتطلبات الساحة الاقتصادية، كما عمقت البنوك من دورها التمويلي والتنموي بإقامة بنوك متخصصة وشاملة تقدم مختلف التسهيلات والخدمات التي تساهم في الارتقاء بالأنشطة الاقتصادية.¹

الفرع الأول: أنواع البنوك

يتألف النظام البنكي من أنواع عديدة من البنوك تعمل كلها وتتفاعل في نطاق منظومة تصب في خدمة أغراض التنمية، فتقوم بتقديم قروض تشغيلية أو توسعية إضافة إلى تشكيلة واسعة ومبتكرة من التسهيلات والخدمات المرافقة. وعموما، يتوقف نوع البنك على الطريقة التي يتم فيها ربط الموارد (الودائع) بالاستخدامات وهو ما يضعه تحت طائلة تصنيف معين. وبناء على ذلك، تصنف البنوك إلى ما يلي:

¹ مصطفى كمال طه، عمليات البنوك، دار الفكر الجامعي، مصر، 2005، ص 03.

أولاً: البنوك المركزية (بنك البنوك): يعتبر البنك المركزي مؤسسة نقدية عامة غير عادية نظراً لقدرتها الحصرية على خلق النقود القانونية ومراقبتها من خلال احتكارها لسلطة إصدار البنكنوت، كما تختص دون غيرها بصلاحيه المراقبة والتدخل وتوجيه مختلف مكونات الجهاز البنكي والمالي، حيث أن اجتماع تلك الخصائص يجعل من البنك المركزي الراسم الفعلي للسياسة النقدية والمؤهل الوحيد لتفعيلها وتصحيحها. لضمان تطبيق سياساته بكل فعالية بما يسهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي ورفع رفاهية المجتمع، تمنع الدول على بنوكها المركزية الانحراف عن أهدافها والسعي لتحقيق أرباح ما قد تؤدي بها لتوظيف خصومها في أصول خطيرة إضافة إلى الدخول في منافسة مع بنوك أخرى. عوضاً عن ذلك، تسعى البنوك المركزية إلى تحري السيولة في أصولها لاستخدامها وقت الضرورة للحفاظ على استقرار النظام المالي والاقتصادي.

للمحافظة على استقرار البنك المركزي سعت أغلب الدول إلى تهيئته وعزله عن كل المؤثرات السياسية، مع توثيق التعاون مع الحكومة لتحقيق الانسجام وتفادي التعارض بين السياسة المالية والسياسة النقدية.¹ لتحقيق التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، عملت كثير من الدول على تعزيز استقلالية البنوك المركزية نظراً لتأثير ذلك على الانضباط المالي ومعدل التضخم والأداء الاقتصادي، وللارتباط الوثيق بين النقود وديمومة النشاط الاقتصادي.² ولتحقيق ذلك، اتخذت البنوك المركزية لنفسها وظائف تؤدي إلى تحقيق الهدف المنشود، ومن أهمها تصميم وتنفيذ وإدارة السياسة النقدية وإدارة احتياطي الدولة من الصرف الأجنبي، كما للبنوك المركزية السلطة الحصرية في تحديد الاحتياطي القانوني وإقراض البنوك العاملة بخصم، ويقع على عاتقها الرقابة على البنوك في مجال الائتمان، إضافة إلى تسهيل وتشجيع عملية الاقتراض بين البنوك (لليلة واحدة) مقابل فوائد تقل عن سعر خصم البنك المركزي، حيث تؤدي آلية الإقراض المتبادل بين البنوك إلى الاستغلال الأمثل للموارد العاطلة وزيادة معدل دوران النقود بما يصب في صالح الاقتصاد.

ثانياً: البنوك التجارية (بنوك الودائع): تقوم البنوك التجارية بالوساطة بين أصحاب الفوائض المالية من الذين لا يملكون أي فرصة استثمارية وأصحاب العجز المالي الذين يملكون فرصاً استثمارية في حاجة إلى التمويل لتجسيدها على أرض الواقع، حيث تقوم باستخدام الودائع المودعة لديها على أوجه الاستثمار الذي يحقق عائداً

¹ سمير حسون، الاقتصاد السياسي في النقد والبنوك، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية 2004، ص 169.

² بهاء الدين طويل، دور السياسات المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر: 1990-2010، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2016/2015، ص ص 71-78.

مناسبا يضمن تحقيق أرباحا مقبولة. تجدر الإشارة إلى أن ما يميز البنوك التجارية عن غيرها من البنوك هو الطابع العام لأنشطتها وغياب التخصص في نشاط ما أو قطاع معين.¹

ثالثا: البنوك غير التجارية: أدى تطور العمل البنكي إلى ظهور البنوك غير التجارية التي تخصص بعضها في تقديم خدماتها لنشاط أو قطاع معين، فيما تخصص بعضها في تقديم خدماتها لمختلف الأنشطة والقطاعات الاقتصادية. وفيما يلي، سنحاول التطرق إلى أبرز أنواع البنوك غير التجارية الموجودة حاليا، وهي:

أ- البنوك المتخصصة: وهي بنوك تتخصص في خدمة قطاع اقتصادي معين بهدف تطويره وتسريع نموه وذلك بتقديم الخدمات والقروض مختلفة الآجال وبأسعار فائدة تنافسية. تختلف البنوك المتخصصة عن نظيرتها التجارية في كون الودائع تحت الطلب لا تحتل أهمية كبيرة ضمن خصومها، فهي تعتمد في تمويل أنشطتها الإقراضية بالدرجة الأولى على مواردها الذاتية (رأسمال واحتياطيات محتجزة)، حصيلة إصدار السندات، ثم الودائع لأجل ذات الطبيعة المستقرة والمساعدات الحكومية إن أمكن.² تتعدد البنوك المتخصصة، ومن أبرزها:

- **البنوك الزراعية:** وهي بنوك تتكفل بتلبية الاحتياجات التمويلية للقطاع الزراعي لمساعدته على التوسع العمودي والأفقي وتحسين إنتاجيته. ونظرا لخصائص النشاط الزراعي واختلاف متطلباته التمويلية، جاءت خدمات وقروض البنوك الزراعية مختلفة بما يناسب ذلك.³

- **البنوك الصناعية:** تتكفل هذه البنوك بتوفير احتياجات المنشآت الصناعية التمويلية سواء لأغراض تشغيلية أو توسعية. لطالما استأثر القطاع الصناعي باهتمام حكومات دول عديدة نظرا للأدوار الحيوية التي يستطيع أدائها، وهو ما دفعها إلى تشجيع قيام بنوك صناعية متخصصة تتكفل بتلبية احتياجاته التمويلية من قروض مختلفة الآجال وخدمات مرافقة قصد النهوض به وتسهيل توسعه.⁴

- **البنوك العقارية:** تختص البنوك العقارية بتقديم القروض للأفراد والشركات لشراء أراضي وعقارات مبنية وتمويل مشاريع البناء المختلفة بضمان رهون عقارية. نظرا لخصائص القطاع العقاري، فإن أغلب القروض المقدمة هي متوسطة وطويلة الأجل (تتراوح بين عشر وثلاثين سنة) ترتبط بخطط الإنجاز، كما يتخذ قرار منح الائتمان وقتا أطول من باقي القروض للتأكد من الرهن وتقدير قيمته والمرور على عمليات الإشهار وتسجيل الرهن. تتميز

¹ صلاح الدين حسن السيسي، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، مجموعة النيل العربية، مصر، 2011 ص29.

² المرجع أعلاه، ص ص 29، 35.

³ سمير حسون، المرجع السابق، ص153.

⁴ صلاح الدين حسن السيسي، المرجع اعلاه، ص38.

السياسة الائتمانية للبنوك العقارية بضعف المرونة أمام الأحداث الاقتصادية التي قد تظهر، ويعزى ذلك إلى الآجال الطويلة للقروض التي تمنحها، حيث أنها ذات معدل دوران بطئ وعالية المخاطر، وهو ما يضع البنوك العقارية أمام حتمية رفع أسعار الفائدة واحتجاز هامش أكبر من القيمة التسليفية للأصل المرهن مقارنة بالبنوك التجارية، حيث ترتبط نسبة الهامش المحتجز بعلاقة طردية مع أجل القرض.¹

- **بنوك التجارة الخارجية:** تقوم هذه البنوك بتمويل عمليات التجارة الخارجية للنهوض بهذا القطاع الحيوي من خلال منح قروض مختلفة الآجال للقطاعات الاقتصادية، وفتح اعتمادات مستندية للتصدير والاستيراد لتمكينها من تصدير مخرجاتها واستيراد مدخلاتها، مما يسهم في استمرار العملية الإنتاجية.²

ب- **بنوك الأعمال والاستثمار:** نشأت هذه البنوك لخدمة الاستثمار عبر تقديم التمويل والمساهمة في إدارة الاستثمارات، حيث تقوم بتجميع الموارد من ودائع العملاء لتوظيفها في أوجه الاستثمار المختلفة. وفي هذا السياق، تعتبر بنوك الأعمال والاستثمار مساهم فعال في تسهيل تأسيس ونمو المنشآت، حيث تتكفل بمهمة تدبير الموارد المالية اللازمة لذلك، فتقوم بإصدار الأوراق المالية للشركات، وقد تقوم بتغطية كلية أو جزئية لعملية الإصدار لتتكفل لاحقاً بطرحها للاكتتاب العام لتحقيق ربح رأسمالي من الفرق بين سعر الشراء والبيع. ولذلك، تتميز ودائعها عادة بطول أجلها وكبر حجمها، الأمر الذي يمكنها من إنشاء شركات وفي قطاعات اقتصادية مختلفة.³

ت- **بنوك الادخار:** تحتل هذه البنوك أهمية خاصة كوعاء ادخاري يستوعب مختلف فئات المجتمع، كما تتميز بالانتشار نظراً لأنها تنشط في وحدات مصرفية صغيرة تتبع عادة هيئة البريد. تتميز هذه البنوك بانخفاض الحد الأدنى للإيداع وهو ما يؤولها لجذب صغار المدخرين واكتساب شعبية كبيرة، فهي تعتمد في جذبها للمدخرات على إصدار شهادات استثمار تعطي لصاحبها عدة مزايا إضافة إلى تنافسية أسعار الفائدة عليها، كما تعطي شهادات الاستثمار لصاحبها الحق في الاقتراض وبشروط ميسرة بضمائها. تساهم الموارد المالية المجمعة لدى بنوك الادخار في تأسيس الشركات الناشئة وإمداد مشاريع أخرى بالقروض، كما قد تستثمر في إنشاء صناديق استثمار وشراء الأوراق المالية من الدرجة الأولى، وفي إيداع ودائع بالبنوك الأخرى بفائدة مميزة.⁴

¹ نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الحريري للطباعة، مصر، 2006 ص333.

² سمير حسون، المرجع السابق، ص154.

³ صلاح الدين حسن السيسى، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، المرجع السابق، ص39.

⁴ نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي، المرجع اعلاه، ص342.

رابعاً: بنوك الإنترنت: أدى توسع التجارة والأعمال إلى ازدياد الحاجة إلى وسائل دفع ذات تكاليف منخفضة، ما مهد لظهور البنوك الإلكترونية بالتزامن مع تسارع وتيرة ثورة المعلومات والاتصالات وما تمخض عنها من اتساع شبكة الإنترنت، انخفاض تكاليف تحويل الأموال، وتسوية المدفوعات الناتجة عن المعاملات بطريقة إلكترونية وسريعة وغير مكلفة.

خامساً: البنوك الإسلامية: تعتبر هذه البنوك حديثة النشأة نسبياً،¹ حيث تتأسس فلسفتها على عدم التعامل بالفائدة (الربا) إقراضاً واقتراضاً واستبداله بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال الدخول في عمليات مرابحات ومضاربات ومشاركات بدلاً من الإقراض.² تأتي مصادر أموال البنوك الإسلامية من الرأسمال المدفوع، الأرباح المحتجزة، الحسابات الجارية والادخارية، الودائع مختلفة الآجال، والزكاة والأموال المودعة للاستثمار بتفويض من أصحابها، حيث يتلقى أصحاب الودائع والحسابات أرباحاً نظير المشاركة في استثمارات البنك. يقوم البنك الإسلامي بتوظيف الأموال المتاحة في شتى مجالات الاستثمار المباشر بدون فوائد، إضافة إلى استخدام أموال الزكاة لتحقيق التكافل الاجتماعي، حيث يتحرى البنك في أنشطته عدم تعارضها مع أحكام الشريعة الإسلامية.³

سادساً: البنوك الشاملة: عرف العالم ثورة اتصالات ومعلومات ساهمت في نقل المعلومات والأموال بفعالية وتكاليف منخفضة وسهلت طرح وتداول بعض الأدوات المالية المستحدثة؛ كالمشتقات المالية والديون المورقة، تعاضم معها أهمية أسواق رؤوس الأموال وأسعار الصرف. للتكيف مع التطورات الجديدة والحفاظ على مكانتها ونصيبها من سوق التمويل، أتيح للبنوك فرصة تحديث أنشطتها وخدماتها وتوسيعها إلى مجالات جديدة تحقق التوازن بين الربحية والسيولة والأمان، وهو ما لا يتحقق إلا بالتحول نحو نظام البنوك الشاملة. تحرص البنوك الشاملة على القيام بجميع الوظائف التقليدية وغير التقليدية للبنوك، فهي تجمع بين وظائف البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال والبنوك المتخصصة في نفس الوقت، بالاعتماد على إستراتيجية التنوع في مواردها وقنوات استثمارها. فيما تعلق بمصادر الأموال، تسعى البنوك الشاملة لتنمية الودائع لديها من خلال إطلاق مجموعة من الخدمات المتنوعة والمبتكرة التي لها أثر في جذب فئات عمرية جديدة. وفي سبيل رفع مصادر التمويل، قد تلجأ البنوك الشاملة إلى توريق قروضها والاقتراض طويل الأجل، كما قد يتخذ البنك الشامل شكل شركة قابضة تدير

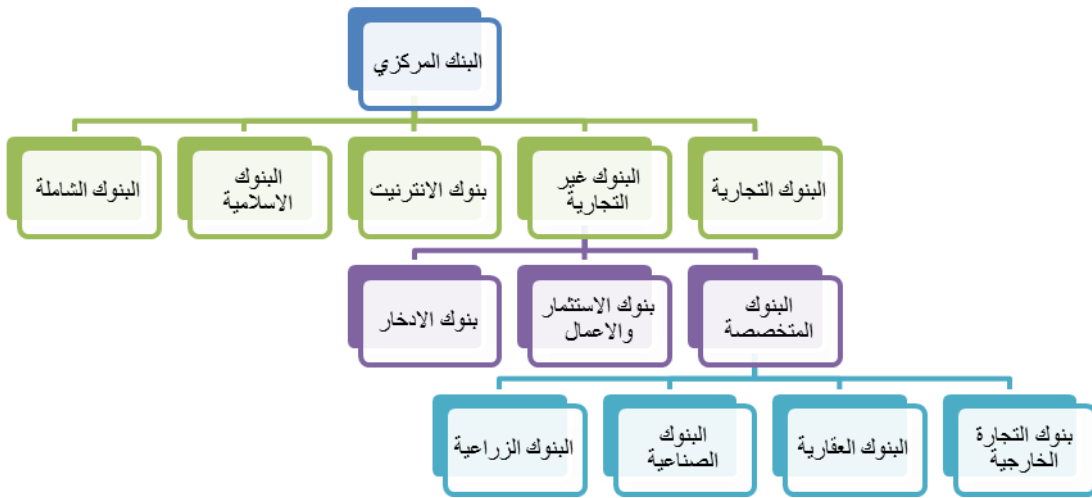
¹ يرجع أول ظهور للبنوك الإسلامية إلى سنة 1970.

² سمير حسون، المرجع السابق، ص 159.

³ صلاح الدين حسن السيبي، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، المرجع السابق، ص 41.

بمجموعة شركات في كافة المجالات للحصول على موارد مالية. بخصوص توظيف الأموال، تحاول البنوك الشاملة تحقيق التنوع في محافظتها الاستثمارية. كذلك، للبنوك الشاملة دورا مهما في إنجاح عملية الخصخصة من خلال تقديم القروض طويلة الأجل لاتحادات العمال والمساهمين على أن يرد القرض من حصيلة توزيع الأسهم أو باستبدال القرض بحصص في رأس المال بشكل يضمن تدخل البنك في إدارة الشركة لتجنب سوء التسيير الذي قد يقود إلى ضياع حقوق الدائنين.¹ يبين الشكل رقم (1-1) هيكل النظام البنكي الذي قد يختلف من دولة إلى أخرى:

الشكل رقم (1-1): هيكل النظام البنكي



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ما تم ذكره سابقا.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على العمل المصرفي، مخاطره، وضوابطه

يختص العمل المصرفي بمجموعة من الخصائص التي تفرده عن باقي المؤسسات المالية، فبالإضافة إلى تأثره بعوامل كثيرة، تحيط بالعمل المصرفي مجموعة متنوعة من المخاطر وكثرة الضوابط على أنشطته التي يراود منها تأمين العمل المصرفي من المخاطر بما يحفظ أموال المودعين، ويعود بالنفع على الاقتصاد.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 17.

أولاً: العوامل المؤثرة على عمل البنوك: بحكم أهمية البنوك وعلاقتها الوطيدة بكل القطاعات الاقتصادية، تواجه البنوك مجموعة كبيرة من العوامل التي تقيد نشاطاتها وتؤثر على أدائها، أهمها:

أ- التشريعات والقوانين.

ب- المناخ الاستثماري والتطورات الاقتصادية.

ت- متطلبات السياسة النقدية: حيث يمارس البنك المركزي سلطاته على مكونات المنظومة البنكية مستخدماً الأدوات المتاحة للتأثير في حجم الائتمان وأنواعه. كذلك، يقوم البنك المركزي عادة بالتفتيش على البنوك، وإجراء فحص شامل أو جزئي على عملياتها للتأكد من سلامة وصلاية المنظومة البنكية حفاظاً على أموال المودعين والدائنين، وهو ما يسهم في استقرار النظام المالي والاقتصاد ككل.¹ في سبيل تحقيق أهداف السياسة النقدية، تلجأ السلطات النقدية إلى استهداف متغيرات تكون شديدة الحساسية لأدوات السياسة النقدية، وذلك بالاستعانة بأدوات كمية للتأثير على حجم الائتمان المصرفي من سعر إعادة الخصم ونسبة الاحتياطي الإلزامي وسياسة السوق المفتوحة، وأدوات كيفية للتأثير على نوعية الائتمان وكلفته وحجم القروض الممنوحة إلى قطاعات معينة من خلال تسقيف الائتمان وتحديد النسب الدنيا للسيولة والإقناع الأدبي للبنوك.²

ث- متطلبات السياسة المصرفية السليمة: تتوقف الاتجاهات التي تسلكها إدارة البنك في إدارتها للخصوم والأصول على عدة اعتبارات، أهمها التوفيق بين العائد والسيولة والضمان في النشاط الإقراضي، من خلال العمل على حيازة أصول تتمتع بدرجة مخاطرة منخفضة وسيولة عالية يستطيع بها مواجهة التزاماته، مع تحقيق أقصى عائد ممكن.³ تتحرى البنوك توافق الهيكل المالي مع السياسة الإقراضية، وملاءمة التركيب الهيكلي للودائع ومدى استقرارها مع التركيب الهيكلي للقروض والاستثمارات المالية للبنك من حيث الأجل والحجم والتركيز.⁴

ثانياً: مخاطر العمل المصرفي: يعد النشاط المصرفي من أكثر الأنشطة عرضة للمخاطر، التي تتنوع إلى:

¹ صلاح الدين حسن السيسي، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، المرجع السابق، ص 154.

² وردة شيبان، العلاقة السببية بين كمية النقود والناتج المحلي الإجمالي في الجزائر دراسة قياسية (1990-2011)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة باتنة 1، الجزائر، 2015-2016، ص ص 88-103.

³ صلاح الدين حسن السيسي، المرجع اعلاه، ص 154.

⁴ عبد الحميد محمد الشواربي و محمد عبد الحميد الشواربي، إدارة المخاطر المصرفية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية منشأة المعارف، مصر، 2002، ص 96.

أ- المخاطر المالية: وتشمل مخاطر السيولة ومخاطر السوق إضافة إلى المخاطر الائتمانية، والتي يمكن أن تؤدي إلى إفلاس البنك في حال لم يحسن إدارتها.

ب- المخاطر التشغيلية (مخاطر النشاط): وهي المخاطر التي تنشئ نتيجة عيوب وعدم كفاءة في الأنظمة الداخلية للبنك ونظم المعلومات أو تنشئ نتيجة لأحداث خارجية، ما يفتح المجال لانتشار أعمال الغش سوء التسيير، الاحتيال المالي، الاختلاسات، الجرائم الإلكترونية، تداخل وتجاوز السلطات، والتأخر في إعداد وتقديم التقارير في الوقت المناسب.¹

ت- مخاطر الأعمال: وتضم في طياتها كل المخاطر الخارجية التي لا يملك البنك أي قدرة على السيطرة عليها.

ث- مخاطر الأحداث: وتشمل المخاطر السياسية، مخاطر الأزمات المالية، الكوارث الطبيعية، الحروب الأهلية، وغيرها.

ج- مخاطر أخرى: ومنها مخاطر الدول، مخاطر السمعة، ومخاطر الالتزام.²

عادة ما تبدي البنوك استعدادها للتعامل مع كافة المتغيرات بوضع السياسات والإجراءات لإدارة المخاطر التي تضمن تحديد وقياس ومتابعة المخاطر لتجنبها أو تخفيضها عند الحدود الدنيا، بحيث لا تؤثر على تدفقات الأموال وتصريفها (المفاضلة بين العائد والمخاطرة). لضمان ديمومة البنك، أولت السلطات النقدية وعلى رأسها البنوك المركزية أهمية بالغة بإدارة المخاطر البنكية من خلال إخضاع البنوك العاملة للرقابة والإشراف الدقيق والمستمر للتأكد من كفاءتها وسلامتها واحترامها التشريعات المصرفية، وذلك بتحسين أنظمة الرقابة المصرفية للحفاظ على سلامة المراكز المالية للبنوك وأموال المودعين والدائنين، تحسين القدرة على التنبؤ بالانحرافات والاستعداد لها وتحضير مختلف الحلول الممكنة.

مع ارتفاع وتيرة التحرير المالي وتشابك العلاقات المالية بين الدول إضافة إلى الأزمات المالية التي اجتاحت كثير من الأنظمة المالية، أصبح تحقيق كفاءة وفعالية الرقابة المصرفية مرتبطاً بالتنسيق بين السلطات الرقابية المختلفة. وعليه، اتفق محافظي البنوك المركزية لعشر دول متقدمة على تأسيس لجنة بازل في سنة 1975 التي دأبت

¹ زيتوني كمال، اثر الصدمات الاقتصادية في تحليل مؤشرات الأزمات المصرفية خلال الفترة 1980-2015-دراسة مقارنة بين الجزائر والسعودية-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر 2016/2017 ص ص 69، 70.

² صلاح الدين حسن السيسي، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، المرجع السابق، ص 621.

على وضع قواعد ومعايير تعزز الرقابة على البنوك والتأكد من سلامتها المالية، وحث السلطات النقدية على تطبيقها تجنباً لما قد يترتب على اختلاف مستويات الرقابة من تحقيق بعض البنوك لميزة تنافسية غير عادلة.¹

ثالثاً: ضوابط الإقراض: يعتبر خلق الائتمان من أهم وأخطر وظائف البنوك، على اعتبار أن ما يمنح من قروض ما هو إلا توظيف لأموال المودعين، ما يحتم على البنوك وضخ سياسة ائتمانية سليمة تتوفر على مجموعة عناصر قد تتعارض أحياناً، وهي:

أ- عنصر الأمان: يحرص البنك في توظيفاته على حماية أموال مودعيه، فيسعى لتوفير الكفاءة والفعالية في توظيفاته يتحقق معها عائد مقبول في ضوء إدارة المخاطر المرتبطة بالعمل المصرفي.

ب- عنصر الربحية: وتشمل جميع العوائد المحققة من التوظيفات المالية والعمولات على الخدمات المقدمة، وعادة ما ترتبط الربحية في علاقة طردية مع المخاطرة.

ت- عنصر السيولة: للاستجابة لأي طلبات سحب ممكنة بكل أريحية، تقوم البنوك بتوظيف مواردها في توليفة متنوعة من الأصول التي يمكن إسالة بعضها بسرعة وبتكاليف منخفضة.

ث- عنصر الانتشار: لغرض تنويع المخاطر وتوزيعها، تتجنب البنوك التركيز من خلال الانتشار النوعي لأنشطتها وعمالئها والأسواق، إضافة إلى الانتشار الجغرافي.

ج- عنصر الملاءمة والتوازن: لتجنب الاختلال بين الأنشطة المختلفة بسبب ارتفاع حصة بعض الأنشطة على حساب أخرى مما يؤدي إلى رهن فرص النمو وتقلص هامش المناورة، تحاول البنوك تعديل الأنشطة باستمرار وإحداث توازن وملاءمة بين أصولها من قروض وأصول مالية أخرى من جهة، ومصادر تمويل أنشطة البنك (الخصوم) من جهة أخرى.²

¹ زيتوني كمال، أثر الصدمات الاقتصادية في تحليل مؤشرات الأزمات المصرفية خلال الفترة 1980-2015-دراسة مقارنة بين الجزائر والسعودية-، المرجع السابق، ص ص 74-99.

² عبد الحميد محمد الشواربي و محمد عبد الحميد الشواربي، المرجع السابق، ص 85.

المطلب الثاني: المؤسسات المالية غير البنكية

إن الاهتمام الذي لطالما حظيت به البنوك لا يعني بأي حال احتكارها لوظيفة الوساطة المالية ولسوق التمويل، ذلك أن هناك مؤسسات مالية أخرى لا تحوز خصائص البنوك ولكنها تؤدي دورا هاما في توجيه الموارد المالية من المقرضين المدخرين إلى المقترضين المنفقين. جعل التطور الذي حصل في البيئة المالية مع بداية ثمانينات القرن الماضي وتلاشي كثير من الحدود التي كانت تفصل بين نشاط البنوك والمؤسسات المالية غير البنكية، من الأخيرة منافسا مباشرا ولاعبا هاما في النظام المالي.

الفرع الأول: شركات التأمين

تستحوذ شركات التأمين على أهمية كبيرة ضمن المؤسسات المالية غير البنكية نظرا للأدوار الاقتصادية العامة التي تؤديها، فقطاع التأمين بفروعه المختلفة يعتبر وعاء ادخاريا هاما يقوم بتجميع المدخرات واستثمارها طبقا للأنظمة والقوانين السائدة في كل دولة التي تحكم نشاط شركات التأمين، كما أن قيام شركات التأمين بتقديم الحماية التأمينية للمؤمن عليهم ضد مختلف المخاطر يمنح الأمان ويخفف من حالة عدم اليقين، ما يسهم في توفير البيئة المناسبة للاستثمار والقيام بالأنشطة الاقتصادية.

أولاً: ماهية التأمين: يعتبر التأمين من أهم وأشهر أدوات إدارة المخاطر من خلال تحويلها من طرف إلى آخر يكون على استعداد لتحمل أعباء الخسائر إذا تحققت، وبذلك يعتبر التأمين أحد الأنظمة الفعالة التي تقلل من حالة عدم التأكد واليقين لدى المؤمن له عن كل أو جزء من الخسارة المالية التي تكبدها. كذلك، يعرف التأمين بأنه وسيلة اقتصادية تمكن من استبدال خسارة كبيرة محتملة بأخرى صغيرة مؤكدة، فالتأمين هو عملية تتيح للأفراد والمنشآت (المؤمن لهم) إمكانية حمايتهم من خسائر محتملة من خلال دفع المؤمن لهم أقساط دورية إلى المؤمن الذي يبدي استعداده لتحمل تبعات الخطر بواسطة قانون الأعداد الكبيرة الذي يقتضي تجميع عدد كبير من المخاطر المتشابهة وإجراء المقاصة بينها، حيث يساعد القانون على تحسين دقة التقدير بين الخسارة الفعلية والمتوقعة ويساعد على تحديد قيمة القسط الثابت المقدم سلفاً.¹ لتثبيت التزامات الطرفين، يشترط إبرام عقد

¹ فلاق صليحة، متطلبات تنمية نظام التأمين التكافلي - تجارب عربية-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة) جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2015/2014، ص ص 16-17.

بينهما يطلق عليه وثيقة أو بوليصة التأمين التي تشتمل على بيانات أطراف التعاقد (المؤمن، المؤمن له المستفيد المؤمن عليه)، التزامات طرفي العقد، الحادث المؤمن عليه، ومدة التأمين.¹

ثانياً: مصادر أموال شركات التأمين ومجالات استثمارها: تعتبر شركات التأمين شركات خدمية ربحية تقدم خدمة التأمين من شتى أنواع المخاطر، وتقوم بدور الوسيط (مؤسسات مالية) من خلال قيامها بجمع الأقساط (الأموال) من المؤمن لهم لتعيد تدويرها واستثمارها في مجالات متعددة تسمح بها اللوائح والقوانين لتحقيق عوائد تكفي لتغطية تعويضات المؤمن لهم عند وقوع الخطر المؤمن ضده والنفقات الأخرى إضافة إلى الأرباح. تتخذ شركات التأمين عدة أشكال قانونية؛ كشركات المساهمة أو الصناديق أو حتى جمعيات تعاونية، كما قد تلجأ إلى إعادة تأمين الخطر عبر عقود في حالة الأخطار المؤمن ضدها التي تتجاوز مبالغ تعويضها قدراتها المالية، وذلك في سبيل إرضاء العملاء والحفاظ على الحصة السوقية لها.²

أ- مصادر أموال شركات التأمين: تتكون مصادر تمويل أي مشروع اقتصادي من حقوق الملكية (رأس المال والاحتياطيات) والديون، إلا أن الأمر يختلف بالنسبة لشركات التأمين تبعاً لطبيعة نشاط التأمين من ناحية والقيود التي تحكم أعمال هذه الشركات من ناحية أخرى. تتكون مصادر أموال شركات التأمين من العناصر التالية:

- الموارد الذاتية: وتتمثل في رأس المال والاحتياطيات المحتجزة من الأرباح وبعض المخصصات الأخرى. يمثل رأس المال الضامن الرئيسي لما قد تواجهه شركة التأمين من التزامات في بداية نشاطها، أما فيما بعد فتقوم الاحتياطيات المجمعة بهذا الدور بكفاءة عالية.

- حقوق حملة الوثائق (المؤمن لهم): وهي مخصصات فنية تشكل الحصة الأكبر من مصادر تمويل شركات التأمين.³ تعتبر حقوق حملة الوثائق اقتطاعات من الأقساط غير المنقضية عند نهاية السنة التأمينية، فمنها ما يعتبر من مصادر التمويل قصير الأجل ومنها ما هو من مصادر التمويل طويل الأجل.⁴

¹ علاء فرحان طالب و حيدر يونس الموسوي ومحمد فائز حسن، إدارة المؤسسات المالية "مدخل فكري معاصر"، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص135.

² ملاحسو بيلال، أثر التأمينات على النمو الاقتصادي في الجزائر: للفترة 1990-2010، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2016/2015، ص ص 16-18.

³ نادية أبو فخره ومحمود صبح و شامل الحموي، المرجع السابق، ص391

⁴ طرفة شريقي ورافد محمد، دور قطاع التأمين في النشاط الاقتصادي، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 30 العدد 04، 2008، ص161.

ب- مجالات استثمار أموال شركات التأمين: حتى تستطيع شركات التأمين مواجهة التزاماتها التأمينية توجب عليها المحافظة على قدرتها على مواجهة التزاماتها خلال مدة التأمين. خلال ذلك، تقوم شركات التأمين باستثمار أموالها، وخاصة أقساط التأمين في قنوات استثمار تحددها القوانين الوطنية، مع ضرورة الحفاظ على الأسس السليمة للاستثمار من حيث السيولة والربحية وأمان الأموال المستثمرة إضافة إلى التنوع.¹ من أهم القنوات الاستثمارية التي تستوعب أموال شركات التأمين تأتي في المقدمة الأوراق المالية الحكومية (سندات حكومية وبلدية وأذون خزانة وأي أداة مضمونة من الحكومة)، تليها سندات الشركات ذات السمعة المالية الجيدة، ثم الأسهم والاكنتاب في صناديق وشركات الاستثمار، إضافة إلى الاستثمار المباشر في بعض الشركات الاقتصادية. كذلك تقوم شركات التأمين بتوظيف جزء من أموالها في اقتناء عقارات، تقديم قروض بضمان رهن عقاري أو وثائق التأمين، وإيداع ودائع في البنوك في حسابات جارية.² نظرا لأن أغلب توظيفات شركات التأمين خاصة منها فرع التأمين على الحياة هي في أصول طويلة الأجل، فإنها تعتبر أكثر عرضة للمخاطر، خاصة مخاطر تغير أسعار الفائدة التي غدت أكثر تقلبا، ما يهدد بانخفاض أسعار أصول هذه الشركات ويؤثر على دورها كقناة لتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات المختلفة، وبالتالي يفرض عليها تعزيز الإجراءات الاحترازية لتجنب قيام الشركات بتخفيض استثماراتها وتمويلها لبقية مكونات النظام الاقتصادي.³

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار

إضافة إلى شركات التأمين، تعتبر صناديق الاستثمار أحد الأوعية الادخارية الهامة التي تعمل على تجميع المدخرات من الأفراد وتوظيفها في تمويلات استثمارية، من خلال اقتنائها لتشكيلة متنوعة من الأوراق المالية بما يتوافق مع رغبات وحاجات المستثمرين.

أولا: تعريف صناديق الاستثمار: هي مؤسسات مالية وسيطة تقوم بتجميع الأموال من صغار المستثمرين من خلال مبادلتهم بأسهم تستخدم حصيلتها في شراء أوراق مالية متنوعة من الأسواق المالية المختلفة وبذلك فهي تفتح للمستثمرين الصغار آفاقا واسعة للاستثمار في الأسواق المالية والاستفادة من الفرص والعوائد

¹ Frederic S.Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Sixth edition, Addison Wesley Longman, USA, 2001, p 318.

² نادية أبو فخره ومحمود صبح و شامل الحموي، المرجع السابق، ص391.

³ يساهم قطاع التأمين في زيادة المخاطر التي تواجه النظام المالي منذ الأزمة العالمية، نشرة صندوق النقد الدولي، 4 أبريل 2016 ص01.

التي تتيحها. بقيامها بإصدار أسهم، تقوم صناديق الاستثمار بتوظيف الأموال المتجمعة من مبالغ صغيرة عديدة في اقتناء حجم كبير من الأوراق المالية، ما يضعها في موقف تفاوضي جيد يمكنها من تخفيض عمولات السمسرة وتكوين محفظة استثمارية متنوعة تسمح بإدارة مخاطر السيولة بكل فعالية.¹ في نظير إيداع أمواله، يحصل المستثمر المشارك في هذه الصناديق على أسهم تثبت حصته في تلك المحفظة المالية. وعليه، فإن الغرض من إنشاء صناديق الاستثمار هو ربط المدخرات بأسواق المال من خلال تجميعها وتوظيفها في شراء وبيع الأوراق المالية، أي في تكوين وإدارة محافظ استثمارية كبيرة ومتنوعة.²

ثانياً: مصادر أموال صناديق الاستثمار: تعد الأسهم المصدر الأساسي لأموال صناديق الاستثمار إضافة إلى الرأسمال المدفوع، حيث تسمح لحملة أسهمها بالحصول على عوائد من خلال الإيرادات الدورية المحصلة من أرباح الأسهم وفوائد السندات التي اشترتها الصندوق، والأرباح الرأسمالية من بيع الأوراق المالية التي استثمر فيها الصندوق، كما أن تحسن القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية يؤدي إلى ارتفاع أسهم الصندوق، وهو ما يمكن حملة الأسهم من الاستفادة من ذلك وبيع الأسهم بأسعار مناسبة. إن الميزات العديدة التي تتيحها صناديق الاستثمار، كحق تحويل الأموال من صندوق لآخر ضمن مجموعة الصندوق الواحد والإعفاءات الضريبية، هي ما جعل من هذه الصناديق أداة استقطاب مدخرات على درجة من الأهمية، إذ أصبحت خلال السنوات الأخيرة تحظى بمكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي الأخرى.³

ثالثاً: أصول صناديق الاستثمار: تقوم إدارة صناديق الاستثمار بتوظيف ما يتجمع لديها من حواصل بيع الأسهم (مدخرات المستثمرين) في شراء وبيع الأوراق المالية من مختلف الأسواق المالية الداخلية والخارجية وتكوين محفظة استثمارية متنوعة تتماشى مع أهداف الصندوق. لغرض الحفاظ على الأصول المكونة للمحفظة يقع على إدارة الصندوق عبء متابعة تطور مكونات هذه المحفظة وتعديلها بما تقتضيه المصلحة، بالتخلص من بعض الأصول وشراء أصول أخرى في ظل الموازنة بين العائد والمخاطرة.⁴

¹ Frederic S.Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, op. cit, p 325.

² صفوت عبد السلام عوض ، الجلات ومنظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، المرجع السابق، ص41.

³ عبد الرحمان مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 29، العدد الثالث، 2013، ص290.

⁴ صفوت عبد السلام عوض ، المرجع اعلاه، ص41.

الفرع الثالث: صناديق التقاعد

تعتبر صناديق التقاعد أو المعاشات من أسرع المؤسسات المالية نمواً، حيث استطاعت تحقيق معدل نمو سنوي قارب 14% وذلك منذ سنة 1960.¹ كغيرها من المؤسسات المالية، تؤدي صناديق التقاعد دوراً هاماً في مجال الوساطة المالية، حيث تعمل باستمرار وعلى مدى سنوات على تجميع المدخرات في شكل اشتراكات وتوظيفها في أوجه الاستثمار طويلة الأجل، خاصة في الأسواق المالية والعقارات.²

أولاً: موارد صناديق التقاعد: تتكون موارد صناديق التقاعد من مساهمات العمال وأرباب العمل، ذلك أن معظم القوانين تفرض على هاتين الفئتين دفع مساهمات دورية حسب قاعدة خصم الاشتراكات من المنبع (Pay-As-You-Go) ضمن برنامج تقاعد تقوم الحكومة بصياغة قوانينه، وتوكل مهمة الإشراف عليه وتطبيقه إلى هيئة أو وكالة حكومية، وذلك لحماية حقوق المشركين وديمومة البرنامج. لتشجيع تأسيس صناديق التقاعد ودفعها في اتجاه النمو والتطور بما يسمح لها بأداء وظائفها الاقتصادية والاجتماعية، حظيت صناديق التقاعد بمزايا عديدة.³

ثانياً: استثمارات صناديق التقاعد: تسعى صناديق التقاعد لاستخدام ما يتجمع لديها من حواصل الاشتراكات في استثمارات تعود بعوائد تكفي لتمويل الدفعات للمستفيدين، وتحقيق التوازن المالي للصندوق وديمومة البرامج.⁴ نظراً لأن الدفعات المقدمة من طرف صناديق التقاعد يمكن توقع حجمها وتواريخ تدفقها بقدر كبير من التأكد، فإن صناديق التقاعد عادة ما تتجه إلى الاستثمار في أدوات مالية طويلة الأجل. للحفاظ على سيولة الصندوق وملاءته، تسعى إدارة الصندوق إلى اقتناء أصول ذات سيولة مرتفعة ودرجة مخاطرة منخفضة، مع تحقيق التنوع في تلك الأصول.⁵

¹ Ayman El Mahgoub, New Strategies for Trusted Pension Funds (One Global Macro-Approach), Arab Economic journal, Egypt, N°23, 2001, p 40.

² Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, op. cit, p 321.

³ Max Horlick, The Relationship between Public and Private Pension Schemes: an Introductory Overview, Social Security Bulletin, Social Security Administration, USA, Vol 50, N°07, July 1987, p 20.

⁴ Ayman El Mahgoub, op. cit, p 50.

⁵ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, op. cit, p 322.

الفرع الرابع: مؤسسات مالية أخرى

على الرغم من أهمية المؤسسات المالية السابقة، إلا أن هناك مؤسسات مالية غير بنكية أخرى تؤدي أدواراً هامة في تعبئة المدخرات وإدارتها بتوظيفها في استثمارات تعود بالفائدة على مستثمرين والمؤسسات المستثمرة أو مؤسسيها والاقتصاد ككل.

أولاً: شركات التمويل: شركات التمويل هي مؤسسات مالية غير ودائعية تنشط في مجال إقراض منشآت الأعمال الصغيرة والمستهلكين الذين تفتقرون إلى المركز الائتماني الجيد أو الضمانات الكافية التي تمكنهم من الحصول على قروض من البنوك. وبذلك، فالتمويل المقدم من شركات التمويل هو عادة متناهي الصغر يجمع بين الأعمال البنكية والأهداف الاجتماعية. تواجه منشآت الأعمال حديثة النشأة صعوبات جمة في الحصول على التمويل من القنوات التمويلية التقليدية، لذلك فقد جاءت نشأة شركات التمويل لتقدم يد العون لتلك المنشآت عن طريق إمدادها بالتمويل بأسعار فائدة معينة، وبمساعداً فنية لإنشاء المشاريع وتحقيق الأرباح. علاوة على منشآت الأعمال، تقدم شركات التمويل القروض الاستهلاكية للأفراد لإشباع حاجاتهم الاستهلاكية.¹ نظراً لخصوصية زبائنها، تعتبر قروض شركات التمويل من القروض ذات العائد الكبير ودرجة مخاطرة عالية، وهو ما يجعل من أسعار الفائدة على قروضها مرتفعة. وعلى اعتبار أنها مؤسسات غير ودائعية، تعتبر شركات التمويل أقل عرضة لاشتراطات وقيود البنوك المركزية؛ كالاحتياطي القانوني وغيرها، وهو ما سمح لها بالتوسع والنمو.² فيما تعلق بمصادر أموال شركات التمويل، تختلف شركات التمويل عن البنوك في كونها لا تقبل الودائع، وعوضاً عن ذلك تحصل على الأموال (الخصوم) من مصادر أخرى، أهمها الأوراق التجارية، السندات قصيرة وطويلة الأجل القروض من البنوك، والقروض والإعانات من الشركة الأم.³

جعلت مساهمة شركات التمويل متناهية الصغر في تلبية طلبات ذوي الدخل المنخفض وأصحاب المشاريع الصغيرة من القروض والخدمات المالية بما يسهم في تحسين الظروف المعيشية وتخفيض معدل الفقر والبطالة وتأسيس مؤسسات محلية، من الأمم المتحدة تعلن سنة 2005 سنة دولية للتمويل متناهي الصغر.⁴

ثانياً: صناديق الاستثمار ذات رأس المال المخاطر: هي مؤسسات مالية وسيطة تقوم بجمع الأموال من الأفراد الأثرياء ومن مستثمرين آخرين؛ كالبنوك، لاستثمارها بالنيابة عنهم. تتقاطع هذه الصناديق مع صناديق

¹ Anthony Saunders and Marcia Million Cornett, **Financial institutions management: a risk management approach**, Sixth Edition, McGraw-Hill/Irwin, 2008, p 153.

² علاء فرحان طالب وحيدر يونس الموسوي و محمد فائز الحسن، المرجع السابق، ص 120.

³ Anthony Saunders and Marcia Million Cornett, op. cit, p 155.

⁴ مجدولين دهينة، المرجع السابق، ص ص 103، 104.

الاستثمار في أنها تقوم باستثمار الأموال المحصل عليها في مجالات استثمارية مختلفة بالنيابة عن المستثمرين فيها غير أن هناك عدة نقاط اختلاف بين النوعين من الصناديق، فصناديق الاستثمار ذات رأس المال المخاطر تشترط على المستثمرين استثمار مبالغ كبيرة ولفترة طويلة قد تمتد لسنوات، وهو ما يجعل هذه الصناديق تضم عددا محدودا جدا من المستثمرين الأثرياء لا يتجاوز المائة (100) عضو تتقاضى منهم أتعاب تصل إلى 2% من الأصول المدارة سنويا، كما تقتطع منهم نسبة من الأرباح المحققة قد تصل إلى 25%.¹ نظرا لأن صناديق ذات رأس المال المخاطر لا تخضع للاشتراطات والقيود التي تفرضها السلطات النقدية على صناديق الاستثمار، فإن الهيئة المديرة عادة ما تستخدم إستراتيجية هجومية ذات درجة عالية من المخاطرة في استثمارها للأموال المتاحة بهدف تحقيق عوائد كبيرة. لإدارة تلك المخاطر وتحقيق العوائد المتوقعة، تعتمد صناديق الاستثمار ذات رأس المال المخاطر على إستراتيجية السوق المحايدة من خلال اقتناء تشكيلة كبيرة ومتنوعة من الأدوات المالية.²

ثالثا: الاتحادات الائتمانية: هي مؤسسات مالية تنتظم في مؤسسات تعاونية صغيرة تؤسسها مجموعة معينة من عمال مؤسسة معينة. تقوم هذه الاتحادات بتعبئة الموارد من مساهمات مؤسسها في شكل ودائع (جارية ولأجل) لاستخدامها في تقديم قروض استهلاكية وعقارية.

رابعا: مصارف الادخار المشتركة: تتشابه هذه المؤسسات مع بنوك الادخار في أن كليهما يحصل على الأموال من الودائع الادخارية للأفراد والتي توظف لاحقا في قروض عقارية واستهلاكية، غير أن مصارف الادخار المشتركة تتميز في أنها تتخذ شكل تعاونيات ترجع ملكيتها إلى مودعيها.³

خامسا: شركات التأجير التمويلي: يعتبر التأجير التمويلي من صيغ التمويل غير التقليدية، حيث جاءت شركات التأجير التمويلي لتلبي حاجة الشركات والمستثمرين الأفراد لأسلوب تمويل مرن لتمويل المشاريع الاستثمارية باقتناء أصول، بحيث لا يقع عبئها على الميزانيات العمومية ولا تتأثر بزجاج الموارد ولا تحتاج إلى تجميد جزء من رأس المال لشرائها. تقوم الشركات والأفراد المستأجرة للأصل، طبقا لعقد التأجير التمويلي، بتسديد دفعات دورية للمؤجر المالك للأصل وتحمل تكاليف التأمين والصيانة والمخاطر للأصل، مع إتاحة إمكانية لاقتناء الأصل.⁴ يحقق التأجير التمويلي أو التأجير الرأسمالي عدة مزايا لطرفي عقد التأجير التمويلي، فهو يسمح للمستأجر الحصول

¹ Frederic S.Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, op. cit, p 329.

² Anthony Saunders and Marcia Million Cornett, op. cit, p 143.

³ محمود يونس وكمال أمين الوصال، *اقتصاديات: نقود وبنوك وأسواق مالية*، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 103.

⁴ بودالي مخطار، تقييم سوق الإيجار التمويلي في الجزائر للفترة 2007-2013، مجلة البشائر الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بشار، الجزائر، العدد 03، مارس 2016، ص ص 114، 115.

على التمويل الكلي للاستثمار دون مساهمة بالأموال الخاصة وخصومات ضريبية عن الأقساط التجارية والتكاليف المرتبطة مع الحفاظ على الهيكل التمويلي أو هيكل رأس المال دون الحاجة إلى تجميد السيولة أو الاقتراض والحفاظ على فرص الاقتراض باعتباره التزاما خارج الميزانية. أما المؤجر، فيستفيد من حق الملكية وتخفيضات ضريبية وتجنب تكاليف صيانة وتأمين الأصل المؤجر.¹

المطلب الثالث: الأسواق المالية

يعتبر وجود الأسواق المالية في أي اقتصاد أمرا حيويا وبالغ الأهمية نظرا للأدوار الاقتصادية التي تؤديها فبفضل الخدمات المتميزة التي تقدمها تعتبر أحد القنوات الهامة التي تتدفق من خلالها الفوائض المالية من مدخرات الأفراد والمؤسسات إلى أوجه الاستثمار بما يتناسب مع تفضيلات المدخرين والمستثمرين. ولغرض الإحاطة بشيء من التفصيل بالأسواق المالية، سنحاول في ما يلي تسليط الضوء على الجوانب الرئيسية لها.

الفرع الأول: ماهية الأسواق المالية وأنواعها

حظيت الأسواق المالية بأهمية كبيرة من الباحثين وأصحاب القرار، حيث جاءت جهود ومحاولات تعريفها وتقسيمها وتصنيفها متنوعة وكثيرة. فيما يلي، سنتطرق إلى أبرز تلك التعريفات والتقسيمات التي تناولت الأسواق المالية، كالآتي:

أولاً: ماهية السوق المالية: نظرا لأهمية الأسواق المالية وتشعب أدوارها وتطور وظائفها، جاءت التعاريف التي تطرقت إليها كثيرة، أهمها:

- تعرف السوق المالية على أنها أداة اتصال تلقائي بين المدخرين والمستثمرين، فهي حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال عدة أدوات ومؤسسات فنية متخصصة تهيم الفرصة للأرصدة الفائضة لتكون في متناول أيدي الباحثين عنها.²

- يعرف البعض السوق المالية على أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو الأصول المالية، بحيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما

¹ إبراهيم علي عبد القاضي وآخرون، اثر التأجير التمويلي على الأداء المالي في القطاع المصرفي الأردني للفترة (2010-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، جامعة المسيلة، الجزائر، المجلد 04، العدد 02، 2019، ص ص32، 33.

² Tijani Najeh, **Monnaie, Institutions financières et Politique Monétaire : Théorie et Pratique en Tunisie**, Imprimerie Officielle de la République Tunisienne, Tunisie, 2001, p 67.

عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. مع نمو شركات وسائل الاتصال، تراجعت أهمية التواجد في مقر الأسواق المالية، ما سمح بتكثيف التعامل من خارج السوق مع شركات السمسرة المنتشرة بكثرة، فأصبح التعامل يتم في الأسواق الرسمية أو المنظمة (البورصات) والأسواق الموازية أو غير المنظمة (خارج المقصورة).¹

ثانياً: أنواع الأسواق المالية

أ- التقسيم وفقاً لأجل الأوراق المالية المتعامل بها:

- سوق النقد: يتم في هذا السوق طرح وتداول أدوات ائتمانية قصيرة الأجل لا يتعد موعد استحقاقها السنة الواحدة. تمتاز هذه السوق بأنها ذات درجة مخاطرة أقل نظراً لسهولة إسالة الأصول فيها بدون تحمل أعباء كبيرة. ترتفع في سوق النقد السيولة، وتزيد مرونته بسبب فتره الاستثمار القصيرة إضافة إلى انخفاض درجة المخاطرة النقدية والائتمانية.

- سوق رأس المال: تتم في هذا السوق المعاملات المالية على أصول مالية متوسطة وطويلة الأجل تفوق آجال استحقاقها السنة. يحتل سوق رأس المال أهمية بالغة نظراً للمزايا التي يحققها لأطراف المعاملات المالية، فهو يتيح إيجاد منافذ مناسبة لاستثمار الأموال وتحقيق عوائد مجزية بما يصب في النهاية في مصلحة الاقتصاد القومي وكذلك يحقق صالح الطرفين بالحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة.

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، الدار الجامعية، مصر 2000، ص 37.

ب - التقسيم وفقا لنوع الإصدار:

- السوق الأولي: يتم التعامل في هذا السوق على أوراق مالية جديدة، حيث تقوم فيه الشركات والحكومات الباحثة عن التمويل بطرح إصدارات جديدة من الأوراق المالية.¹ لضمان نجاح عملية الإصدار يتوجب على الشركات والحكومات مراعاة بعض الشروط، فيمكن أن تستعين لإنجاح العملية بينكبر أو بنك الاستثمار، أو قد يتم اللجوء إلى التعامل المباشر بالاتصال بكبار المستثمرين أو المزادات.²

- السوق الثانوي: هو سوق مبادلة الأوراق المالية، حيث يتم التعامل في أماكن محددة تدعى قاعة التداول على أوراق مالية سبق إصدارها في السوق الأولي.³

ت - التقسيم وفقا لتنظيم التعامل في السوق:

- الأسواق المنظمة: هي أسواق تخضع في عملها إلى إشراف ورقابة سلطة عليا (إدارة السوق وغيرها) التي تشرف على إدارة عمليات التداول، التأكد من مطابقتها للتشريعات واللوائح المنظمة لتحقيق المنافسة العادلة ومنع أي عمليات غش وتدليس قد تؤثر سلبا على حقوق المتعاملين وعلى سمعة السوق وبالتالي قدرته على أداء وظائفه الاقتصادية.⁴

- الأسواق غير المنظمة: يطلق عليها أسواق ما وراء المقصورة أو الأسواق الموازية، وتعتبر أسواق مفاوضة غير رسمية على أوراق مالية غير مقيدة في الأسواق المنظمة أغلبها سندات، وذلك لعدم قدرتها على استيفاء شروط الإدراج بجداول أسعارها. وبالتالي، تتم المعاملات في هذه السوق خارج أسوار البورصات (داخل الدولة وخارجها) بالاعتماد على شبكة اتصالات حديثة وسريعة تربط مستثمرين ووسطاء ماليين وتجار ممن يجوزون على كميات من تلك الأوراق المالية، فلا مكان محدد لإجرائها ولا قواعد محددة تحكم العمليات.⁵

ث - التقسيم وفقا لزمن تنفيذ الصفقات:

- الأسواق الفورية: تتم فيها تصفية الصفقة مباشرة، فيتسلم البائع ثمن الأوراق المالية من المشتري فور قيام الأول بتسليم الأوراق المالية.

¹ نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، المرجع السابق، ص 16.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص 92.

³ زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص 88.

⁴ عصام عبد الغني علي، مبادئ وأسس التمويل وإدارة المنشآت والأسواق المالية، شركة ناس للطباعة، مصر، 2004 ص 351.

⁵ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع السابق، ص 106.

- الأسواق الآجلة: في هذه الأسواق يتم عقد الصفقات التي يتم تصفيتها في أجل لاحق، وبذلك يؤجل تسليم الأوراق المالية ودفع ثمنها إلى موعد لاحق يتم الاتفاق عليه بين طرفي الصفقة. في سبيل ضمان تنفيذ الصفقة، تشنط إدارة الأسواق المالية على المتعاملين في الأسواق الآجلة دفع مبلغ تأمين مالي كغطية تتوقف قيمته على نوع الصفقات.¹

الفرع الثاني: شروط عمل السوق المالي وأنواع الأدوات المالية المتداولة فيه

على الرغم من الحرية الكبيرة التي تميز نشاط الأسواق المالية إضافة إلى تنوع الأدوات المالية المتداولة التي روعي في تصميمها ملائمتها لحاجات ورغبات المستثمرين، إلا أن أداء وظائفها في جذب المدخرات وتمويل الاستثمارات وتسويق الأدوات المالية المتداولة فيها يبقى رهينة مجموعة من الشروط.

أولاً: شروط عمل السوق المالي: لكي تتمكن الأسواق المالية من أداء وظائفها، يجب أن تتوافر على شروط ومعايير تحدد كفاءتها، أهمها:

أ- العلانية والشفافية: حيث يقع على عاتق المؤسسات المنظمة للسوق مسؤولية نشر البيانات والمعلومات المتعلقة بالسوق بصفة دقيقة ودورية لكل أطراف السوق بدون استثناء أو تمييز، ما يخفف من مشكلة عدم تماثل المعلومات.

ب- السيولة: حيث يتعين على القائمين على الأسواق المالية العمل على توفير السيولة بشكل دائم بالسوق، بحيث تمكن المتعاملين من تنفيذ الصفقات بسرعة دون تحمل تكاليف كبيرة قد توقف الإقبال على السوق.

ت- انخفاض كلفة المبادلات والوساطة.

ث- عمق السوق: بتوفر عدد كبير من البائعين والمشترين بصفة دائمة ومستمرة للتعامل بأسعار قد تزيد أو تنقص عن الأسعار الجارية.

ج- قابلية الأوراق المالية للتداول، وأن تتسم بالمرونة الكافية ليسهل معها انتقال ملكية الأوراق المالية من طرف لآخر بسلاسة.²

¹ زياد رمضان ومروان شموط، المرجع السابق، ص 19.

² محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 55=56، صيف-خريف 2011، ص 143.

ح- تنوع الأدوات المالية ووفرتهما.

خ- كفاءة السوق المالي، وخاصة الكفاءة التشغيلية.

د- حماية حقوق المستثمرين: من خلال تحسين طرق الإفصاح عن المعلومات وطرق نشرها، وأن تتم العمليات بدون غش أو تدليس، حيث يكون التعامل على أوراق سليمة ما يؤدي إلى تخفيض مخاطر الاستثمار في السوق المالي.¹

ذ- وجود بنية تحتية حديثة من حيث النظم والإجراءات والمؤسسات واللجان التي تسهر على تسهيل تنفيذ الصفقات، نقل ملكية الأصول، تسوية المدفوعات المنتزبة عليها.

إن المتطلبات السابقة لا يمكن أن تفي بالعرض في ظل غياب المناخ الاقتصادي والسياسي المستقر المشجع على استقطاب واستقرار الاستثمارات المحلية والأجنبية، إضافة إلى توفر الإطار القانوني والتنظيمي المناسب الذي يوطر عمل السوق والعلاقات بين أطرافها. بما يحفظ مصالحهم، حيث يراعى في ذلك المرونة والمسايرة للابتكارات والتطورات الاقتصادية المحلية والخارجية.² يرتبط مناخ الاستثمار بالأسواق المالية في علاقة متبادلة فمن جهة يعد وجود أسواق مالية أحد الشروط الأساسية لتحسين مناخ الاستثمار، ومن جهة أخرى يعمل المناخ الاستثماري المناسب على تطوير الأسواق المالية المحلية وتحسين كفاءتها وزيادة سيولتها، وبالتالي استقطاب المزيد من الاستثمارات.³

ثانياً: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية

أ- أدوات التعامل في سوق النقد:

- شهادات الإيداع القابلة للتداول: تعد أهم وأشهر الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد، تطرحها البنوك التجارية للبيع لمودعيها مقابل فائدة سنوية لاستقطاب أموال إضافية ورفع حجم السيولة لديها.⁴

¹ محمد كمال أبو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، مجلة بحوث اقتصادية عربية مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013، ص 82.

² محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، المرجع السابق، ص 143.

³ عمر بجاوي، سياسات الإصلاح الاقتصادي وتحديات المناخ الاستثماري بالدول العربية: دراسة حالة الجزائر، مصر، تونس رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016-2017، ص ص 50، 60.

⁴ Frederic S.Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, op. cit, p 26.

- الأوراق التجارية: وهي من قبيل أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، تصدرها عادة كبرى البنوك والشركات ذات السمعة الجيدة بخصم شأنها شأن أذونات الخزانة، وتكون سمعة الشركة المصدرة هي الضامن الوحيد.¹

- أذونات الخزانة: تعتبر أذونات الخزانات أداة دين حكومية، تطرحها البنوك المركزية للاكتتاب بخصم لغرض تحقيق توازن ماليتها العامة بأجال تتراوح بين ثلاثة أشهر وسنة.²

- السندات الخاصة قصيرة الأجل.³

- القبولات المصرفية: هي عبارة عن سحبات مصرفية قابلة للتداول تصدرها المنشآت والأفراد وتضمنها البنوك بختم "موافق"، تتعهد بموجبها بسداد مبلغ محدد في موعد معين إذا ما فشل المصدر الأصلي في الوفاء بالتزاماته خلال الآجال المتفق عليها.

- اتفاقيات إعادة الشراء: تعتبر اتفاقيات إعادة الشراء من نظير القروض قصيرة الأجل، وعادة ما تكون بفترة استحقاق تقل عن أسبوعين، تكون فيها أذونات الخزانة بمثابة ضمان يحق للمقرض الاستحواذ عليها في حالة نكول المقرض.⁴ تتضمن اتفاقيات إعادة الشراء بيع المقرض كمية من أذونات الخزانة إلى المشتري المقرض مع التعهد بإعادة شرائها في وقت لاحق يتفق عليه بسعر أعلى من سعر البيع.⁵

- قروض الأرصدة المركزية: استحدثت البنوك المركزية سوق للإقراض والاقتراض بين البنوك لليلة واحدة لمساعدة البنوك العاملة على الوفاء بالتزاماتها فيما يخص حدود الاحتياطي الواجب إيداعه لديها، فتقوم البنوك بالاقتراض من بنك أو بنوك باستخدام نظام إلكتروني لتحويل الأموال بين البنوك العاملة. يستخدم هذا السوق كمؤشر قوي للدلالة على حالة النظام البنكي في الدولة، فأسعار الفائدة المرتفعة فيه تشير إلى حاجة البنوك الكبيرة للاقتراض لمقابلة الحاجات التمويلية، أما انخفاض الأسعار فيشير إلى تراجع حاجة البنوك للأموال نتيجة انخفاض النشاط الاقتصادي.⁶

¹ زياد رمضان و مروان شموط، المرجع السابق، ص55.

² Aouadi Naceur, **Les marches de capitaux en Tunisie**, Editions C.L.E, Tunisie, 2002, p 63.

³ شاكراً عطاء ، السوق المالية: التجربة التونسية، مطبعة تونس قرطاج، تونس، 2007، ص133.

⁴ Frederic S.Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, op. cit, p 27.

⁵ عصام عبد الغني علي، المرجع السابق، ص298.

⁶ Frederic S.Mishkin, op. cit, p27.

- الكمبيالات قصيرة الأجل: هي عبارة عن أداة ائتمان قصيرة الأجل قابلة للتداول، يتعهد بموجبه الشخص المحرر بإعادة المبلغ المقرض مع الفوائد عند تاريخ معين إلى البنك الذي قد يحتفظ به أو يبيعه إلى طرف ثالث (حامل التعهد) بخصم معين.

- قروض الدولارات الأوروبية: أصبحت البنوك الأمريكية كثيراً ما تلجأ إلى الاقتراض بالدولار من البنوك الأخرى أو من فروعها في الخارج لتمويل أنشطتها الإقراضية، والمتاجرة في سوق العملات داخل وخارج السوق الأمريكي.¹

ب- أدوات التعامل في سوق رأس المال:

- السندات طويلة الأجل.²

- الأسهم.³

- شهادات الاستثمار وشهادات حق الاقتراع: تعتبر هاته الشهادات أوراقاً مالية قابلة للتداول تطرح عادة بقيمة اسمية تكافئ السهم. توزع هذه الشهادات مجاناً على حملة الأسهم بمناسبة القيام بعملية تجزئة أسهم موجودة أو لزيادة رأسمال الشركة، حيث يستأثر مالكو شهادات الاستثمار على نفس الحقوق المالية لحملة الأسهم دون المشاركة في الإدارة، فيما يستأثر مالكو شهادات حق الاقتراع على الحقوق غير المالية، والمتمثلة في التصويت على قرارات الشركة والمشاركة في إدارتها وغيرها.⁴

- التمويل المهيكل والمشتقات المالية: يعتبر التمويل المهيكل أحد أساليب التمويل المستحدثة، ويشمل مجموعة كبيرة من الأنشطة والمنتجات التي تم إدراجها لجذب التمويل المناسب وفقاً لرغبات المتعاملين من كافة أشكال المؤسسات مع تقليص المخاطر من خلال استخدام تقنيات وهياكل معقدة، حيث يتم تجميع مجموعة من الأصول شديدة التنوع من ناحية الجودة والطبيعة (قروض، سندات، رهونات، وإصدارات من الحقوق) والتي تكون في أغلب الحالات غير سائلة يمكن عزلها بنويها على حسب رغبة المستثمرين والمقرضين؛ كهيكل رأس مال، في شكل شرائح على أساس تدفقات الإيرادات المتولدة من الأصول الضامنة في مقابل تلك المجمعات الضامنة. من خلال هذه العملية، يمكن إعادة تسويق المخاطر والتحوط منها في أصول جديدة آمنة قابلة للتداول يجري

¹ محمود يونس وكمال أمين الوصال، المرجع السابق، ص 91.

² شاكر عطاء ، المرجع السابق، ص 132.

³ زياد رمضان و مروان شموط، المرجع السابق، ص 98.

⁴ Aouadi Naceur, op. cit, p 201.

اعتمادها من وكالات التصنيف الائتماني، بحيث تستخدم كأساس لتمويل مستقل عن مخاطر إفلاس منشئ الأصول.¹

أما المشتقات المالية فهي عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية تم ابتكارها لتلبية حاجات المتعاملين إلى إدارة مخاطر تغير معدلات الفائدة والأسعار وأسعار الصرف، وذلك بالتحوط منها. عرفت المشتقات المالية شهرة وانتشارا واسعا، وأصبحت من الأدوات المالية شائعة الاستخدام في الأسواق المالية لأغراض إدارة المخاطر والتحوط منها، غير أن تطورات استخدام هذه العقود كشفت عن سوء استخدامها بحيث أصبحت أحد الأدوات شائعة الاستخدام في المضاربة للاستفادة من فروق الأسعار شأها في ذلك شأن الأسهم.² تنوع عقود المشتقات المالية تبعا لطبيعتها ومخاطرها وآجالها، وتتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات المالية، فهي عقد يتم بين طرفين يتم بموجبه تحديد سعر أصول أو مؤشرات في الوقت الحاضر على أن يتم التسليم بهذا السعر الثابت في وقت لاحق.³

- وثائق الاستثمار: تصدرها صناديق الاستثمار مقابل أموال المستثمرين بقيمة واحدة.

- العملات الأجنبية: يتم في أسواق العملات الأجنبية أو أسواق الصرف الأجنبي تداول العملات الأجنبية والأدوات المالية المقومة بعملات مختلفة من طرف أفراد وشركات وبنوك وحكومات. تتم عمليات المبادلات في هذا السوق بواسطة البنوك التجارية الكبرى (الوسيط المالي) التي ترتبط فيما بينها بشبكة اتصالات عالمية ومتطورة، حيث تقع أغلبها في المراكز المالية الكبرى. كغيرها من الأسواق، يتأثر الاستثمار في سوق الصرف الأجنبي بالمخاطرة والعائد، ونظرا للحرية التي تعمل فيها هذه الأسواق فإن القيود الحكومية عادة ما تكون غير مؤثرة، الأمر الذي فتح المجال واسعا لأعمال المضاربة.

- الأصول المادية: من أمثلتها العقارات، حيث يجري رهنها كضمان للحصول على أصل مادي أو يجري توريقها في سندات مدعومة بقروض رهنية عقارية، حيث ينشئ عنها دين يستخدم في تمويل الاستثمار في العقارات.⁴

¹ عمر طالب، أثر توريق الديون الرهنية على أداء السوق الثانوية العقارية -دراسة مقارنة لبلدان شمال إفريقيا-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015/2014، ص ص 28-03.

² Anthony Saunders and Marcia Million Cornett, op. cit, p 691.

³ عصام عبد الغني علي، المرجع السابق، ص 299.

⁴ عمر طالب، المرجع السابق، ص ص 140-138.

الفرع الثالث: أنواع المتعاملون في الأسواق المالية

كباقي أسواق السلع والخدمات الحقيقية، تنشط على مستوى الأسواق المالية مجموعة من المتعاملين الذين يساهمون في قيام السوق المالي بوظائفه، بما يتوافق مع التشريعات القائمة في كل دولة التي تحكم عملها وتنظم المعاملات والعلاقات بين مختلف المتعاملين، حيث أن تنوع هؤلاء المتعاملون واختلاف أنشطتهم يجعل من السوق المالي متميزا وجذابا.

أولاً: المستثمرين المقرضين: تضم هذه الفئة الأفراد والمؤسسات من القطاع المالي، القطاعات غير المالية والحكومات ووكالاتها التي ترغب في استثمار مدخراتها في الأسواق المالية والحصول على عوائد مناسبة تكفي لتغطية التزاماتها وتحقيق أرباح، كما تتدخل البنوك المركزية كمقرض لتنفيذ سياستها النقدية للتأثير على كمية النقود وأسعار الفائدة.

ثانياً: المصدرين المقرضين: تضم كذلك الأفراد والمؤسسات من كل القطاعات والحكومات التي تعاني من عجز نقدي يقف حائلاً أمام تمويل مشروعاتها، إضافة إلى البنوك المركزية التي تطرح سندات للتأثير على أسعار الفائدة وكمية النقود لتحقيق أهداف السياسة النقدية. في سبيل سد العجز التمويلي، تقبل هذه الفئات على إصدار أوراق مالية في السوق الأولية يمكن تداولها لاحقاً في الأسواق الثانوية.¹

ثالثاً: مؤسسات السوق

أ- المؤسسات الإشرافية: تمثلها عادة وزارة المالية التي تتولى وضع القوانين والتشريعات التي تضمن الأداء الحسن للسوق المالي.²

ب- المؤسسات الرقابية والتشغيلية.³

ت- المؤسسات التقنية.⁴

رابعاً: الوسطاء الماليون: يعتبر الوسطاء الماليون محرك السوق المالي، ففي غيابهم لا يمكن بأي حال ربط المستثمر المقرض بالمصدر المقرض، وبالتالي لا يتم نقل الفوائض المالية إلى من هم في حاجة لها لتمويل مشروعاتهم، ما يعني فشل السوق المالي في أداء وظائفه. يشترط في الوسيط المالي، الذي قد يكون شخص طبيعي

¹ زياد رمضان و مروان شموط، المرجع السابق، ص 132.

² شاكر عطاء ، المرجع السابق، ص 38.

³ نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 26، العدد الثاني، 2010، ص 658.

⁴ شاكر عطاء ، المرجع اعلاه، ص 42.

أو معنوي، أن يكون مرخصاً من لجنة إدارة السوق، كما يلتزم باحترام قوانين السوق وتعليمات مؤسسات السوق.¹

الفرع الرابع: كفاءة الأسواق المالية

يعتمد المستثمر في الأسواق المالية في قراراته الاستثمارية على توقعاته التي تعتمد بشكل كبير على المعلومات المتوفرة لديه، حيث تنعكس تلك القرارات على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وتبعاً لذلك تتحدد كفاءة الأسواق المالية التي تتوقف على المعلومات المتاحة. وفي هذا السياق، تسعى السلطات المؤهلة في كثير من الدول إلى الرفع من كفاءة أسواقها المالية من خلال تعزيز توفر المعلومات بشفافية وبسرعة لتجنب أي تلاعب أو استخدام سيئ للمعلومات يؤدي إلى حدوث تقلبات غير طبيعية في الأسعار تؤثر سلباً على أداء الأسواق المالية لوظائفها، وعلى الجو العام للاستثمار.

أولاً: مفهوم الكفاءة: احتلت كفاءة الأسواق المالية حيزاً كبيراً ضمن اهتمامات المختصين وصناع القرار وذلك لدورها بالغ الأهمية في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة إلى الوحدات الاقتصادية التي تملك أفضل الفرص الاستثمارية بأقل وقت وتكلفة ممكنة، والتفويت على بعض الأطراف الانفراد بمزايا غير عادلة (أرباح غير عادية) على حساب أطراف أخرى، وهو ما يتنافى مع المنافسة العادلة.² تجدر الإشارة في هذا الشأن إلى أن الكفاءة الكاملة المنشودة هو أمر مستحيل التطبيق في الواقع وذلك لاستحالة توفر كافة شروطه، ما يستدعي استبداله بالكفاءة الاقتصادية، وهو ما يمكن بعض المستثمرين ووسطاء البورصة من تحقيق أرباح غير عادية على الأقل على المدى الطويل.³

ثانياً: مستويات الكفاءة

أ- المستوى الضعيف: في هذا المستوى من الكفاءة تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية المتوفرة حول الأسعار وحجم التعامل، وهو ما يسمح للمعلومات بأن تكون متاحة للجميع. وعليه تتضاءل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يتطابق مع نظرية السير العشوائي لسلوك أسعار الأسهم.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع السابق، ص 115.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، المرجع السابق، ص 205.

³ المرجع أعلاه، ص 209.

ب- المستوى شبه القوي: يفترض في هذا المستوى من الكفاءة أن لا تعكس الأسعار في لحظة معينة المعلومات التاريخية فقط، بل تعكس كذلك المعلومات التي تكون عادة متاحة للجمهور ومنشورة وذلك في صورة تقارير وتحليلات متاحة للجمهور. إن التوقيت هنا يعتبر عاملاً أساسياً وحيوياً، حيث أن الأسعار قد لا تستجيب لأي تغيرات بسرعة، وبالتالي يمكن لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية. وفي هذا الصدد، يمكن الإشارة إلى أن هذا المستوى من الكفاءة هو الأقرب للواقع العملي.

ت- المستوى القوي: إن أسعار الأوراق المالية السائدة في الأسواق المالية في ظل المستوى القوي للكفاءة ما هي إلا انعكاس لجميع أنواع المعلومات من تاريخية والمنشورة للجمهور، إضافة إلى المعلومات غير المنشورة أو الخاصة التي لا تتاح إلا لفئة معينة؛ كإدارة المنشأة ومتخذي القرار فيها والمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار وتحليل الأوراق المالية. نظراً لسرعة استجابة الأسعار للمعلومات الواردة، يصعب على فئة الاستفادة منها أو احتكارها لتحقيق أرباح إضافية (غير عادية). ساهم تطور وسائل الاتصال وتدي تكاليفها كثيراً في تحسين كفاءة الأسواق المالية، وإتاحة الفرصة للمستثمرين للتجاوب السريع والاستفادة من المعلومات الممكن تداولها بسهولة ويسر، مما ساعد على تقريب الأسعار إلى المستوى العادل.¹

يعتبر التطرق إلى المفاهيم الأساسية لكل قطاع أساسي لفهم القطاعان الحقيقي والمالي وطبيعة العلاقة بينهما، غير أن محاولة الفهم لا تكتمل دون التطرق إلى الأدوار الاقتصادية لكل قطاع التي ستوضح بشكل أفضل طبيعة العلاقة بينهما.

¹ سلمان موصلي وحازم السمان، دراسة الكفاءة السعوية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 29، العدد الثاني، 2013، ص155.

المبحث الثالث: الأدوار الاقتصادية للقطاعات الاقتصادية

يعتبر وجود القطاع الحقيقي والقطاع المالي معا ضروري وحيوي لعمل الاقتصاد بكفاءة، فلكي يقوم الاقتصاد بدوره في الإنتاج وتوليد الثروة وخلق فرص العمل بطريقة مستدامة وآمنة بعيدا عن التقلبات والأزمات لابد أن يؤدي القطاعان الأدوار المنوطة بهما بطريقة متكاملة، حيث أن أي تقصير أو انحراف في أداء أي قطاع لأدواره سينتج عليه ضعف الارتباط بين القطاعين وتضخم قطاع على حساب آخر، الأمر الذي يضع الاقتصاد في وضع هش وعرضة إلى الأزمات المالية. فيما يلي، سنحاول التطرق إلى أهم الأدوار التي يؤديها كل من القطاع الحقيقي والقطاع المالي.

المطلب الأول: الأدوار الاقتصادية للقطاع الحقيقي

يقوم القطاع الحقيقي بمختلف أنشطته بأدوار اقتصادية هامة تخدم الاقتصاد في جوانبه الاقتصادية والاجتماعية. وفيما يلي، سنتطرق إلى أهم الأدوار الاقتصادية التي يقوم بها كل قطاع أو نشاط حقيقي انطلاقا من الزراعة مروراً بالصناعة ووصولاً إلى الخدمات.

الفرع الأول: الأدوار الاقتصادية لقطاع الزراعة

رغم تراجع مكانة قطاع الزراعة لصالح الصناعة والخدمات، إلا أن القطاع الزراعي لازال يحتفظ بأدواره الاقتصادية، حيث إن نجاح عملية التنمية الاقتصادية لا يمكن أن يتحقق في ظل تهميش القطاع الزراعي. وفيما يلي، سنتطرق إلى أهم أدوار القطاع الزراعي، وهي:

أولاً: المساهمة في الناتج المحلي: على صعيد الاقتصاد الكلي، تساهم الزراعة بحصة في الناتج المحلي الإجمالي، وتختلف تلك الحصة من دولة لأخرى انطلاقاً من ظروفها، فنجد أن تلك الحصة ترتفع في الدول النامية وتتقلص في الدول المتقدمة الصناعية والدول النامية الناشئة.¹ ورغم ذلك، لا يمكن الاستغناء عن الزراعة في التنمية الاقتصادية، كما أن وجود قطاع زراعي نشط ونامي يعتبر أساسياً لدعم عجلة النمو والتوسع في باقي القطاعات الاقتصادية.² يساهم ارتفاع الأجور النقدية للمزارعين المتزبنة على ارتفاع الإنتاج والإنتاجية في القطاع الزراعي في

¹ فوزية غربي، الزراعة العربية وتحديات الأمن الغذائي: حالة الجزائر، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2010، ص 67.

² United Nations Industrial Development, Sustaining Employment Growth: The Role of Manufacturing and Structural Change, Industrial Development Report 2013, p 16.

رفع طلب المزارعين على السلع غير الزراعية، وبالتالي ارتفاع الطلب الكلي وتحفيز الإنتاج في باقي القطاعات.¹ تاريخياً، كانت الزراعة أول الأنشطة الاقتصادية ممارسة وكانت لها مساهمة رئيسية في دفع عجلة التصنيع خلال المراحل الأولى للثورة الصناعية من خلال إمدادها باليد العاملة الرخيصة ورأس المال والمواد الأولية، غير أن إهمال الزراعة وتراجعها ضمن أولويات الدول النامية والتأكيد على الصناعة أدى إلى تراجع كل من الزراعة والصناعة معا.²

ثانياً: زيادة التشغيل: تمتلك الزراعة قدرة كبيرة على استيعاب اليد العاملة، خاصة غير الماهرة وذات المستوى التعليمي المحدود والتي عادة ما يرفض القطاع الاقتصادي الناشط في المناطق الحضرية توظيفها. وفي هذا السياق، أشار كل من "إكزير وتونالي" (Ikizler & Tunali, 2012)³ إلى دور الزراعة في تثبيت اليد العاملة في المناطق وتخفيف الضغط على المناطق الحضرية، ويظهر ذلك جلياً في فئة الكهول وذوي التحصيل العلمي البسيط والمحدود التي فضلت الاستقرار بالريف. وعموماً، يكتسي القطاع الزراعي أهمية بالغة بالنسبة للدول النامية وذلك لدوره في توظيف اليد العاملة، حيث استطاع استيعاب نصف اليد العاملة في الدول النامية وأكثر من 70% من اليد العاملة في الدول ذات الدخل الضعيف وذلك مع نهاية سنة 2013. تعبر هذه الأرقام عن مساهمة النشاط الزراعي في رفع المستوى المعيشي وتخفيف معدلات الفقر، الأمر الذي فرض على الدول إعطاء الأهمية للقطاع الزراعي عند صياغة سياساتها التنموية أو عند تنفيذها لتوصيات المؤسسات الدولية.⁴

ثالثاً: زيادة التصدير: تعتمد التنمية الاقتصادية على توفر الموارد المالية للرفع من إنتاجية القطاع الزراعي والتوسع في قطاعات أخرى كالصناعة وتحقيق التنوع الاقتصادي. بسبب ظروف تاريخية وأخرى اقتصادية، لازالت كثير من الدول النامية تعتمد على إنتاج وتصدير المنتجات الزراعية لتوفير الموارد المالية اللازمة لتلبية متطلبات

¹ تفترض النظرية الكلاسيكية (ريكاردو في كتابه مبادئ الاقتصاد السياسي والضرائب) أن القطاع الرأسمالي لا ينتج الغذاء، ويؤدي توسعه إلى ارتفاع الطلب على المواد الزراعية وبالتالي رفع أسعارها، وهو ما يسهم في ارتفاع التكاليف وانخفاض الأرباح. وقد ناشد كثير من الكلاسيكيين بضرورة تحسين الزراعة لدعم التصنيع، فلجعل الصناعة أكثر ربحية وقدرة على التوسع في الإنتاج لا بد أن يصاحبها نمو في الإنتاج الزراعي، حيث أن تحقيق انتكاسة في الزراعة سيكون له عواقب سيئة على الصناعة ويقلل من جاذبيتها كقطاع منتج للثروة.

² فوزية غربي، المرجع السابق، ص 67.

³ Huseyin Ikizler & Insan Tunali, Agricultural Transformation and labor mobility During the ARIP Period in Turkey: Evidence from Micro-Data, 2000-2002, the Economic Research Forum ERF, Giza, Egypt, Working Paper N°706, 2012, p 12.

⁴ Organisation Mondiale du Commerce, Commerce et Développement : tendances Récentes et Rôle de l'OMC, Rapport sur le commerce mondiale, 2014, p 144.

التنمية، تمويل المشروعات التنموية، والوفاء بالتزاماتها الدولية في ظل بيئة تتميز بعدم استقرار الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتراجع المعونات الخارجية. وخلافا لبعض الدول النامية الصاعدة التي نجحت في تصدير المواد المصنعة لازالت معظم الدول النامية تخضع لقانون النفقات النسبية ولم تستطع الخروج من التبعية والتخصص الدولي الذي فرض عليها، ولذلك لازالت تعتمد على تصدير المواد الزراعية في شكلها الخام لتوفير النقد الأجنبي.¹ تساهم الوفرة في الإنتاج الزراعي في إحلال الواردات الزراعية من خلال الحد من الواردات ومن ثم التقليل من تسرب النقد الأجنبي، تحسين حالة ميزان المدفوعات، وتحسين الأمن الغذائي.² إضافة إلى تخلف الهيكل الاقتصادي في الدول النامية وعجز الحكومات عن إحداث إصلاح هيكلي يضمن تحقيق الإقلاع الاقتصادي، كان لتدهور معدلات التبادل دورا في تراجع كبير في حصة الدول النامية من الصادرات الزراعية العالمية من حوالي 40% في ستينات القرن الماضي إلى نحو 25% في أوائل التسعينات، قبل أن ترتفع بشكل طفيف إلى 30% في سنة 2005 لصالح الدول المتقدمة وبالخصوص الاتحاد الأوروبي.³

رابعا: تعزيز الأمن الغذائي والاجتماعي والبيئي: للزراعة أبعاد إنسانية واجتماعية، حيث كثيرا ما يربط الأمن الغذائي بالأمن الإنساني، فقد صنف الأمن الغذائي كأحد الحقوق الأساسية للإنسان.⁴ ترى منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة "الفاو" أن الأمن الغذائي هو إنتاج أكبر قدر ممكن من الغذاء يفوق الاحتياجات منه مما يسمح للأفراد الضعفاء بالوصول إلى المواد الغذائية في جميع الأوقات، وتوفير ما يكفيهم من الغذاء كما ونوعا ليضمن النشاط والصحة.⁵ وعليه، يعتبر توفير الغذاء مطلباً أساسياً لتحقيق كرامة الإنسان والابتعاد عن كل أشكال النزاعات التي من شأنها أن تهدد حياة الإنسان وتضعف من قدرة المجتمعات على الصمود.⁶ تنتشر الصراعات والاضطرابات السياسية عادة في الدول التي تعاني من نقص التغذية والتي فشلت في الوصول إلى تخفيض معدلات الجوع إلى المستويات الدولية. وما إن عرف العالم استقرارا في أسعار المواد الزراعية حتى جاءت

¹ ميشيل تودارو، تعريب ومراجعة محمود حسن حسني و محمود حامد محمود، المرجع السابق، ص112.

² زهير عماري، المرجع السابق، ص51.

³ منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة، التجارة الزراعية والفقير: هل يمكن توظيف التجارة لصالح الفقراء؟، تقرير حالة الأغذية والزراعة 2005، ص12.

⁴ Food and Agriculture Organization of the United Nations, Human Security & Food Security, 2016.

⁵ رقية خلف حمد الجبوري، المرجع السابق، ص123.

⁶ Human Security & Food Security, op. cit.

الأزمة المالية العالية 2008 لتزفع الأسعار إلى حدود غير مسبوق، ما وفر بيئة هشة مناسبة لنشوب الصراعات واندلاع الاضطرابات والأزمات.¹

علاوة على الأدوار الاقتصادية والاجتماعية، تساهم الزراعة في الحفاظ على البيئة، فمن خلال زيادة استمرار النشاط الزراعي وتوسع الأراضي المزروعة يزداد الغطاء النباتي والمساحات الخضراء وتقل معها بعض الكوارث الطبيعية، مثل التصحر وانجراف التربة وتملح الأراضي والاحتباس الحراري. غير أن الانعكاس البيئي الإيجابي للزراعية يبقى مرهون بالاستخدام العقلاني للمبيدات والمياه الجوفية وعدم استنزاف الموارد والغطاء الغابي لأغراض التوسع.²

خامسا: توليد الوقود الحيوي: أصبح الوقود الحيوي يحتل أهمية بالنسبة للزراعة وباقي القطاعات الأخرى، حيث انتشر إنتاجه وتطويره في دول كثيرة. على الرغم من الأهمية المحدودة للوقود الحيوي الذي لازال محدودا عند 13% من إجمالي إمدادات الطاقة في سنة 2008، فإن تأثيراته على الأسواق الزراعية والأمن الغذائي لازالت تثير كثيرا من الجدل والخلاف، فمن جهة يتيح التوسع في إنتاجه فرصا جديدة لانتشال الأسعار الحقيقية للسلع الزراعية من الانخفاض وتحفيز الاستثمارات، وهو ما يشجع على رفع الإنتاج الزراعي، وبالتالي يتيح الوقود الحيوي للدول النامية فرصة لتحقيق التنمية الريفية على نطاق واسع وتحسين أحوال الريف من جوانب عديدة. ومن جهة أخرى، فإن إنتاجه لا يخل من بعض السلبيات والأضرار، ذلك أن ارتفاع أسعار المواد الزراعية الذي قد يترتب على التوسع في إنتاج الوقود الحيوي قد يشكل تهديدا مباشرا للأمن الغذائي، ويرفع من أعداد الفقراء نظرا لأن فقراء العالم ينفقون أكثر من نصف دخلهم على اقتناء الغذاء. إضافة إلى ذلك، يؤدي الطلب المتزايد على السلع الوسيطة لإنتاجه إلى إزالة الغابات لاستخدام خشبها ومساحاتها لتوسيع الأراضي الزراعية، وهو ما يرفع من انبعاث الغازات الدفيئة.³

¹ إبراهيم العيسوي، تحديد الدعوة إلى بناء امن غذائي عربي راسخ، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية بيروت، لبنان، العدد 50، ربيع 2010، ص 16.

² زهير عماري، المرجع السابق، ص 51، 52.

³ منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة، حالة الأغذية والزراعة " الوقود الحيوي: الآفاق والمخاطر والفرص"، روما، 2008، ص 08، 10.

الفرع الثاني: الأدوار الاقتصادية لقطاع الصناعة

كما تم ذكره آنفاً، يعتبر وجود القطاع الصناعي محوري في نجاح التنمية الاقتصادية في تحقيق أهدافها من خلال الأدوار الاقتصادية الجوهرية التي يؤديها، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية المنشودة. تستطيع الصناعة، إذا توفرت الشروط المناسبة، أن تكون القطاع الريادي الذي يقود عملية التنمية ويسرع وتيرة النمو الاقتصادي من خلال الأدوار التي يمكن أن تؤديها، والتي من أبرزها:

أولاً: تحسين الناتج والدخل القوميين: يؤدي النمو السريع للصناعة إلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي والدخل القومي، كما يسهم في تصحيح الاختلالات الهيكلية بتحويل الاقتصادات من الاعتماد على الزراعة والقطاعات الأولية إلى اقتصاد متنوع مستديم. لقد تطرق "آرثر لويس" من خلال نموذجه الأساسي (Basic Model) إلى آلية التغيير الهيكلي للاقتصاد الأولي في الدول النامية من خلال عملية تحول الفائض من العمالة من القطاع التقليدي إلى القطاع الحديث أو الصناعي، وهو ما يؤدي إلى نمو الناتج والتوظيف في القطاع الحديث، وذلك على افتراض إعادة استثمار أرباح القطاع الصناعي وزيادة التراكم الرأسمالي فيه. نظراً لأن الإنتاجية الحدية لعنصر العمل في القطاع التقليدي تكون عند مستواها الأدنى ما يجعل الأجور الحقيقية فيه منخفضة نسبياً فإن أصحاب العمل في القطاع الحديث سوف يدفعهم تعظيم الأرباح إلى توظيف فائض العمالة، وهكذا ستستمر عملية إعادة استثمار الأرباح، وتزداد معها رأس المال المستثمر، ويرتفع الناتج الكلي والطلب على العمالة، وكذلك مستوى التوظيف في القطاع الحديث.¹

يعد توفير ظروف العمل اللائقة من العوامل الفاعلة في زيادة إنتاجية العمل، ففي دراسة استبنايه قياسية قام بها "الأيوبي" (Al-Ayouti, 2011) أشارت إلى الأثر الإيجابي لتوفير ظروف العمل اللائقة على زيادة إنتاجية العمل.² ينعكس أداء قطاع الصناعة على بقية الأنشطة الاقتصادية ومنها الزراعة، حيث أن وجود الصناعات الغذائية من شأنه أن يرفع من أداء الزراعة نظراً لما تقدمه تلك الصناعات من فرصة لتقليل الفاقد في الزراعة من خلال تحويل المنتجات الزراعية شديدة التلف إلى منتجات صالحة للاستخدام والاستهلاك والتخزين لفنزة طويلة وهو ما يقلل من خسائر المزارعين ويعمل على الوصول إلى التوازن بين العرض والطلب على السلع الزراعية، ومن ثم استقرار أسعار المنتجات الزراعية بما يؤدي إلى تحسين الناتج المحلي ودخول المزارعين.³

¹ ميشيل تودارو، ترجمة محمود حسن حسني و محمود حامد محمود، المرجع السابق، ص 136.

² Iman A. Al-Ayouty, Decent Work Attainment and Labour Productivity: A Sample Survey of Textile Firms in Egypt, the Egyptian Center of Economic Studies ECES, Egypt, Working Paper N° 162, July 2011, p 32.

³ زهير عماري، المرجع السابق، ص 51.

ثانياً: تحسين حالة ميزان المدفوعات: تؤدي بعض السياسات الصناعية؛ كسياسة إحلال الواردات والتوجه للصادرات أو ترقية الصادرات، إلى تخفيض الواردات وزيادة الصادرات، ومن ثم تحسين حالة الميزان التجاري وتوفير النقد الأجنبي لتسريع عملية التنمية الاقتصادية من خلال استيراد السلع الرأسمالية والوسيلة اللازمة لاستمرار العملية الإنتاجية. يساهم التصدير المستقر والمتواصل في معالجة مشكلة الدين الخارجي وتحسين السمعة الائتمانية للدولة، ويعطيها مرونة كافية لمواجهة الصعوبات المالية الخارجية التي قد تظهر ويعزز قدرتها على التكيف من خلال إتاحة الفرصة لتنويع الهيكل الاقتصادي وتوسع هيكل الصادرات.¹ تشير الإحصائيات إلى أن ثلثي التجارة الدولية هي سلع صناعية، فبعدما كانت تمثل 83,4% في سنة 1996 من إجمالي الصادرات، انخفضت النسبة إلى 77,4% في سنة 2009 لصالح قطاع الخدمات.²

تعمل الصادرات الصناعية على تغطية القصور في الطلب المحلي بفتح قنوات خارجية لتصريف الإنتاج حيث يساهم الطلب الخارجي في رفع مستوى الكفاءة الإنتاجية وبناء طاقات إنتاجية، كما توفر الصادرات الصناعية فرصة مثالية لاستغلال الطاقات الإنتاجية العاطلة، الأمر الذي يساهم في تخفيض تكاليف الإنتاج وتعزيز القدرة التنافسية للمنشآت الصناعية.³ لا تتوقف قدرة الصادرات على تحسين حالة ميزان المدفوعات فقط، ولكن قد تمتد لمجالات أخرى، منها تطوير معدلات التشغيل وتحسين مستوى الأجور، وذلك بإعادة تخصيص الموارد نحو القطاعات ذات القيمة المضافة الأعلى والإنتاجية الأفضل القابلة للتصدير، وهو ما يساهم في الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية النادرة نسبياً وتحسين مستويات المعيشة.⁴

ثالثاً: زيادة التشغيل وتحسين الأجور: من خلال التوسع الجغرافي، تساعد الصناعة في خلق فرص عمل في المناطق الريفية وإيجاد نوع من التوازن بين القطاع الريفي الزراعي والقطاع الحضري الصناعي، مع إعادة توزيع المنافع بشكل عادل من خلال إعادة توزيع الاستثمار جغرافياً. تحافظ الصناعة على الموارد الاقتصادية النادرة في

¹ آمال عبد الرحمان زيدان قاسم، مشاكل الطلب على الصادرات الصناعية المصرية في ضوء المتغيرات الدولية والمحلية المستجدة، دار الكتب القانونية، مصر، 2008، ص 46.

² Antonio Andreoni & Shyam Upadhyaya, Growth and Distribution Pattern of the World Manufacturing Output : A Statistical Profile, Working paper 02/2014, United Nations Industrial Development Organization, Vienna 2014, p 08.

³ آمال عبد الرحمان زيدان قاسم، المرجع اعلاه، ص 42.

⁴ إيمان محمد أحمد، النمط الحالي للصادرات الصناعية ذات القدرة التنافسية في مصر، مجلة بحوث اقتصادية معاصرة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 38، ربيع 2007، ص 26.

الدول النامية، خاصة رأس المال، من خلال استثماره بطريقة أكثر فعالية نظرا لارتفاع كفاءة ومهارات الإطارات الفنية والإدارية العاملة في القطاع الصناعي.¹

تمتلك الصناعة قدرة أكبر من القطاعات الأخرى على توفير فرص عمل أكثر، تحسين نوعية تلك الفرص، واستيعاب نسبة كبيرة من عرض العمل خاصة في الصناعات كثيفة العمل، نظرا للمزايا التي تتمتع بها الصناعة من قيمة مضافة عالية، قدرة على اكتساب التكنولوجيا، تراكم الرأسمال، استغلال وفورات الحجم وغيرها.² فاقم سريان مفعول الغلة المتناقصة في كثير من الدول النامية بسبب تشبعها باليد العاملة من حدة البطالة المقنعة في تلك الدول، إضافة إلى البطالة السافرة نتيجة تسارع وتيرة نمو السكان بأكثر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، وهو ما وضع القطاع الصناعي ضمن أولويات الحكومات للخروج من تلك المشكلة واستخدام الموارد الاقتصادية بكفاءة. وبذلك، للصناعة مساهمة حاسمة في رفع الإنتاجية في القطاع الزراعي من خلال تخفيضها لضغط البطالة المقنعة فيه.³ أشارت دراسة "الغمرأوي" (El-Ghamrawi, 2014) إلى وجود ارتباط قوي بين الصادرات والتشغيل، حيث تعمل الصادرات من السلع الصناعية كثيفة الاستخدام للتكنولوجيا على الرفع من الطلب على العمالة.⁴

منذ قيام الثورة الصناعية والصناعة تلعب دورا رياديا في تعزيز الناتج القومي وتوظيف العمالة، حيث حافظت دوما على مكانتها ودورها كمحرك للنمو والمستوعب الرئيسي للعمالة. خلال الخمسين سنة الأخيرة ونتيجة لانتعاش النشاط الاقتصادي وتحسن الدخل القومي، بلغ عدد العمال المشتغلين بالقطاع الصناعي في العالم حوالي 470 مليون (حوالي 16% من العمالة). مع ولوج القرن الحالي، أصبح البحث والتطوير (R&D) يكتسي أهمية بالغة في خلق فرص عمل لائقة، حيث يؤكد المسح الذي قام به البنك الدولي خلال الفترة 2002-2006 والذي شمل 26000 منشأة صناعية في 71 دولة أن المنشآت التي أدخلت البحث والتطوير ضمن أنشطتها استطاعت أن تحقق نموا في معدل التوظيف بمعدل يتراوح بين 2,1 و 2,9%، وهي أعلى من ذلك المعدل المحقق في المنشآت التي لا تحوز على أنشطة البحث والتطوير، وذلك عن طريق الميكانيزمات الأربعة

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، المرجع السابق، ص 71.

² United Nations Industrial Development, Sustaining Employment Growth: the Role of Manufacturing and Structural Change, op. cit, p 15.

³ أحمد سعيد باخمزومة، المرجع السابق، ص 19.

⁴ Tarek El-Ghamrawy, The Impact of Trade Openness on Employment and Wages in Egypt's Manufacturing Sector, The Egyptian Center of Economic Studies, Egypt, Working paper N°176, April 2014, p 14.

(إحلال آلات جديدة، تخفيض في الأسعار، استثمارات جديدة، وانخفاض في الأجور وارتفاع الدخل) التي تنشئ نتيجة الاتجاه لتبني الاستخدام الكثيف للتكنولوجيا.¹

نظرا للإنتاجية العالية في القطاع الصناعي، تميل الأجور فيه إلى الارتفاع بالتزامن مع تحسن ظروف العمل وباعتبار العلاقة الترابطية للصناعة مع القطاعات الأخرى فإن قدرة الصناعة على خلق فرص عمل يمتد تأثيره إلى قطاعات أخرى سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ذلك أن زيادة الاستثمارات في القطاع الصناعي تؤدي إلى ارتفاع دخل العمال تحت تأثير المضاعف² (The Keynesian Multiplier Effect)، وهو ما يحفز على زيادة الطلب على مخرجات القطاعات الأخرى، وبالتالي زيادة طلبها من العمل كأحد عناصر الإنتاج اللازمة لزيادة وتيرة الإنتاج وتلبية الطلب.

رابعا: تعزيز الاستقرار الاقتصادي: تمتلك الصناعة قدرة كبيرة على تدعيم الاستقرار الاقتصادي والتخفيف من انعكاسات تقلب الأسعار على مستوى الدخل. نظرا لارتفاع أسعار السلع المصنعة واستقرارها توفر الصناعة الاستقرار الاقتصادي وتحسن من معدل التبادل الدولي، ما يرفع من سعر صرف العملات ويحسن القدرة الشرائية للعملة ويزيد من الرفاهية الاقتصادية. وعليه، تختلف الصناعة عن الزراعة التي تتأثر بعوامل كثيرة تجعل أسعارها تتسم بعدم الاستقرار، ما يعرض مسار التنمية الاقتصادية في الدول المعتمدة عليها إلى هزات ومخاطر عديدة قد تهدده بالتوقف.³

خامسا: تعزيز صلابة الاقتصاد القومي: من خلال الإنتاجية العالية والقيمة المضافة المرتفعة نسبيا في القطاع الصناعي، تعلق الدول آمالا كبيرة على الصناعة كمنشأ أثبت فعاليته في تحفيز الاقتصاد القومي وتسريع وتيرة النمو الاقتصادي من خلال ما تساهم به في تعزيز تشابك، وترابط مختلف القطاعات الاقتصادية. وعليه كثيرا ما ارتبط التقدم الاقتصادي وارتفاع الدخل القومي بتقدم القطاع الصناعي لقدرته على توظيف مخرجات القطاعات الأخرى، الاستخدام الواسع للتكنولوجيا والمعدات المتطورة، ومساهمته المباشرة وغير المباشرة في تمويل

¹ United Nations Industrial Development, Sustaining Employment Growth: the Role of Manufacturing and Structural Change, op. cit, p 15.

² $Multiplier = \frac{\Delta y}{\Delta c} = \frac{1}{MPS}$

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم، المرجع السابق، ص 71.

أبحاث البحث والتطوير التي أصبحت تكتسي أهمية باعتبارها واحدة من أهم دعائم النمو طويل الأجل سواء على المستوى الكلي أو الجزئي.¹

سادسا: تحسين مؤشرات التنمية الاقتصادية: تركز الدول النامية على الصناعة لما لها من قدرات في تحسين ظروف المعيشة وتحسين مؤشرات التنمية البشرية فيها.² في دراسة قام بها كل من "كابلينجر وأوبادايايا" (Upadhyaya & Kepplinger, 2014) حول العلاقة المتبادلة بين الصناعة ورفاهية المجتمع في دول مصنعة وأقل تصنيعا، تمت الإشارة إلى وجود ترابط قوي بين الصناعة والمؤشرات الثلاث للتنمية البشرية: الفقر والتعليم والصحة، فكل زيادة بنسبة 1% في القيمة المضافة في الصناعة التحويلية يتزاجع معها عدد الفقراء بنسبة 2%. وفي نفس الوقت، عادة ما يصاحب ارتفاع معدل الأداء الصناعي التنافسي (CPI index) ارتفاع عدد الأطفال الملتحقين بمقاعد الدراسة ومعه يتزاجع معدل التسرب المدرسي، فمع تجاوز معدل الأداء الصناعي التنافسي نسبة 0,1% تتجاوز نسبة الالتحاق بالمدارس الثانوية 75%. كذلك، أشارت الدراسة أن مع تقدم درجة التصنيع يرتفع معدل العمر المتوقع عند الولادة، تنخفض معدلات وفيات الأطفال وخطر الوفاة عند الولادة، وتحسن بذلك الحالة الصحية للسكان.³

إضافة إلى الجوانب الاقتصادية، للصناعة بفرعها الغذائي دور في تحقيق الأمن الغذائي المستدام من خلال إتاحة الإمكانية لتحويل الفائض من الإنتاج الزراعي سريع التلف في مواسم الوفرة وتصنيعه وتخزينه لفترات زمنية لاستخدامه في مواسم الندرة، وهو ما يعمل على الحفاظ على الأسعار من الانخفاض، يوفر الاستقرار في الأسواق الزراعية، ويعطي أمانا أكثر للمزارعين لمواصلة النشاط الزراعي والاستقرار بالأرياف.⁴

¹ Thomas Gries, Does Technological Change Drive Inclusive Industrialization ?, A Review of Major Concepts and Findings, Working paper N°16/2015, United Nations Industrial Development, Vienna 2015, p 79.

² من بين الأهداف الإنمائية للألفية التي اتفق عليها في قمة الألفية للأمم المتحدة في سنة 2000 تخفيض مستويات الفقر المدقع والجوع إلى النصف خلال الخمس سنوات المقبلة مع نهاية سنة 2005، بالإضافة إلى تخفيض معدلات وفيات الأطفال وتوفير التعليم الابتدائي وغيرها.

³ Shyam Upadhyaya & David Kepplinger, How Industrial Development Matters to the Well-being of the Population: Some Statistical Evidence, United Nations Industrial Development Organization, Working Paper 04/1014, 2014, p 45.

⁴ ذهبية لطرش، واقع الصناعات الزراعية الغذائية في الجزائر ومدى مساهمتها في تحقيق الأمن الغذائي المستدام، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 15، 2015، ص202.

الفرع الثالث: الأدوار الاقتصادية لقطاع الخدمات

أصبح لقطاع الخدمات دورا مهما ومؤثرا في الاقتصادات الوطنية، حيث أن جميع الأنشطة المتنوعة التي تدخل في تركيب قطاع الخدمات تسهم بشكل أو بآخر في نمو وتطور القطاعات الاقتصادية الأخرى، بفضل العلاقات الخلفية والأمامية التي تربط قطاع الخدمات بباقي القطاعات الاقتصادية. وفيما يلي، سنحاول التطرق إلى أهم الأدوار الاقتصادية لقطاع الخدمات، وهي:

أولا: زيادة الناتج المحلي الإجمالي: تؤدي الخدمات دورا اقتصاديا هاما، ويتضح ذلك على نحو بارز في الدول المتقدمة (دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية) التي يساهم فيها قطاع الخدمات بأكثر من 60% من النشاط الاقتصادي متجاوزا في ذلك النمو الذي حققته باقي القطاعات الاقتصادية، حيث من المتوقع أن تتزايد وتيرة نموه في ضوء توسع الخدمات القائمة على المعرفة.¹ تساهم الخدمات في الناتج المحلي من خلال دورها الوسيط، ذلك أن إرساء أنظمة جيدة لخدمات التوزيع والنقل يعد غاية في الأهمية لحسن سير نشاط الشركات والحكومات، كما أن غياب بعض الخدمات لا يمكن التجارة الدولية من أن تستمر. يساهم قطاع الخدمات في زيادة الناتج القومي من خلال في تزويده بالخدمات الوسيطة إلى جانب النهائية منها، فالخدمات الشخصية في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مثلا، توجه 80% من مخرجاتها للاستهلاك النهائي في حين ترتفع النسبة في خدمات الإطعام، الفنادق والتجارة، أما الباقي فيوجه لإشباع الطلب الوسيط. وعلى النقيض من ذلك تمثل خدمات النقل والتخزين والاتصالات توجهها مختلفا، فأكثر من نصف مخرجات تلك الخدمات تستعمل كمدخلات وسيطة في صناعات أخرى، وترتفع النسبة لتبلغ مستويات كبيرة في خدمات الأعمال، في حين أن نسبة تلك المخرجات التي تنتج لأغراض الطلب النهائي تكون عند مستويات دنيا في حدود 20% من إجمالي الإنتاج الكلي. يدل ارتفاع حصة الطلب الوسيط من إجمالي المخرجات الكلية في بعض الصناعات الخدمية كالاتصالات والنقل، على التأثير القوي غير المباشر لتلك الخدمات على نمو الإنتاج والإنتاجية في صناعات أخرى والاقتصاد ككل.²

ثانيا: الرفع من القيمة المضافة للاقتصاد: شهدت حصة قطاع الخدمات من القيمة المضافة الكلية في

دول منظمة التعاون الاقتصادي، منذ سبعينات القرن الماضي، ارتفاعا لتبلغ حاليا حوالي 70%، وهو مؤشر على

¹ The Service Economy, Business and Industry Policy Forum Series, OECD Publications, 2000, p 13.

² Anita Wolfi, Productivity Growth in Service Industries : an Assessment of recent Patterns and the Role of Measurement, OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2003/07, 2003, pp. 21,27.

الأداء العالي الذي بلغته الأنشطة الخدمية على اختلافها مدفوعة في ذلك بخدمات الأعمال التي أصبحت لها مساهمة مؤثرة بنسبة تتراوح بين 20-30% من القيمة المضافة في الاقتصاد.

ثالثا: زيادة التشغيل: تولي مختلف الحكومات اهتماما متزايدا بقطاع الخدمات لقدرته على استيعاب نسبة هامة من العرض من العمل. ففي دول عديدة، كدول التعاون الاقتصادي والتنمية على سبيل المثال، تشغل الأنشطة الخدمية حوالي 70% من اليد العاملة الكلية مدفوعة بالنمو السريع لبعض الأنشطة الخدمية كخدمات الأعمال.¹ وفي هذا السياق، أشارت دراسة "سوينسكو وتوهامي" (Swinscoe & Tohamy, 2000) على قطاع السياحة في مصر إلى دور السياحة في خلق فرص عمل، فعلى الرغم من تواضع مساهمة السياحة في الناتج المحلي الإجمالي إلا أنها تعتبر أكبر القطاعات الاقتصادية قدرة على خلق فرص عمل، نظرا لارتفاع مضاعف العمل في القطاع السياحي.²

وقطاع الصناعة، ينعكس تنوع الأنشطة الخدمية في طبيعة القوى العاملة الناشطة فيها، والتي تتنوع بين منخفضة المهارات والمتخصصة ذات المهارات العالية. ففي الخدمات ذات الإنتاجية العالية، يكون الطلب على العمالة عالية المهارات كبيرا على عكس الخدمات ذات الإنتاجية المنخفضة أو السلبية؛ كالتعليم والصحة التي عادة ما يسجل فيها الطلب على العمالة نموا قويا.³

رابعا: جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية: يساهم قطاع الخدمات في جذب الشركات الأجنبية إضافة إلى تشجيع قيام شركات الخدمات على اختلاف أنشطتها. في دراسة لـ "حلمي" (Helmy, 2009) لأثر قطاع خدمات المعلومات والاتصالات على الاقتصاد المصري، استطاعت هذه الخدمات لوحدها خلال الفترة 2005-2007 جذب ما مقداره 8 مليار دولار كاستثمارات محلية وأجنبية، ووصلت حصة القطاع من مجموع الشركات حديثة التأسيس في سنتي 2006 و2007 إلى حوالي 4,5%.⁴ إن التطور الهائل في أنظمة المعلومات والبرمجيات ونظم الدفع والتداول على المستوى الدولي قد سهل الولوج إلى المراكز والأسواق المالية الدولية وحفز تكاليف إتمام المعاملات في الأسهم والسندات، وهو ما ساهم في رفع الطلب على الأسهم عموما وأسهم شركات

¹ Anita Wolfi, The Service Economy in OECD Countries, STI Working Paper 2005/03, OECD Publications, 2005, p 07.

² Sahar Tohamy and Adrian Swinscoe, The Economic Impact of Tourism in Egypt, The Egyptian Center For Economic Studies, Working Paper N°40, June 2000, p 17.

³ Anita Wolfi, The Service Economy in OECD Countries, op. cit, p 8.

⁴ Omneia Helmy, ICT services Without Borders: An Opportunity for Egypt?, ECES, Working Paper N°150, June 2009, p 06.

الإنترنت والتكنولوجيا خصوصا، بعد النمو المتواصل الذي حققته الأخيرة وبمعدلات كبيرة، وهو ما يعتبر عامل جاذب محفز على الاستثمار.¹

خامسا: التحول نحو الاقتصاد الرقمي أو المعرفي: حفزت نتائج الثورة التكنولوجية والآفاق التي أتاحتها قطاع الخدمات دول كثيرة على التحول من اقتصاد قائم على الرأسمال المادي وإنتاج السلع إلى اقتصاد المعرفة والخدمات، ومن اقتصاد يعتمد في نموه على مصادر محدودة إلى آخر يعتمد على مصادر متعددة لا تنضب. يعتمد نجاح عملية التحول إلى اقتصاد معرفي غير مادي والاستفادة من فرصه على توفر مجموعة من الشروط، أهمها على الإطلاق توفر رأس المال البشري، وهو ما يعهد به إلى قطاع الخدمات بفرعه التعليم.²

سادسا: تحسين حالة ميزان المدفوعات: مكّن الارتفاع الكبير والمتواصل في معدل نمو التجارة الدولية في الخدمات بعض الدول أن تحوز مزايا نسبية كبيرة دفعها إلى الإصرار على تحرير تجارة الخدمات وإخضاعها لأطر تنظيمية متعددة الأطراف، حيث أثمرت تلك الجهود عن تضمين تجارة الخدمات في منظمة التجارة العالمية في الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات "الجاتس" (GATS).³ سجلت تجارة الخدمات نموا كبيرا كنتيجة طبيعية لمعدلات النمو السريعة وغير المسبوقة التي حققتها صادرات الخدمات، مكنتها من تجاوز الصادرات من السلع ابتداء من سنة 2012. خلافا لتجارة السلع، عرفت تجارة الخدمات رواجاً كبيراً عقب الأزمة المالية العالمية 2008، توجت ببلوغ حجم الصادرات العالمية للخدمات 4860 مليار دولار في سنة 2014، وهو ما يعادل خمس الصادرات الدولية الكلية، حيث واصلت نموها.⁴

أدت العولمة الاقتصادية وتطور وسائل الاتصال والنقل إلى صهر كثير من الاقتصادات الوطنية في بوتقة الاقتصاد العالمي، ومن ضمن القطاعات والأنشطة المعنية تبرز الخدمات كقطاع ذو مكانة مهمة ضمن سياق الاندماج الاقتصادي، كما أن لها دوراً مؤثراً في ربط الدول ورفع درجة الاعتماد المتبادل بينها ضمن ما يطلق عليها "سلسلة القيمة العالمية" التي جعلت من أغلب الأنشطة الخدمية قابلة للتجارة الدولية.⁵

¹ Jonathan Coppel, E-Commerce: Impacts and Policy Challenges, OECD Publishing, Working Papers N°252, 2000, p 19.

² كمال منصور وعيسى خليفي، اندماج اقتصاديات البلدان العربية في اقتصاد المعرفة: المقومات والعوائق، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 04، جوان 2006، ص53.

³ صفوت عبد السلام عوض ، الجاتس ومنظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، المرجع السابق، ص35.

⁴ Organisation Mondiale du Commerce, Commerce et Développement : tendances Récentes et Rôle de l'OMC, op. cit, p 24.

⁵ Organisation Mondiale du Commerce, Rapport sur le Commerce Mondiale, 2014, p 42.

سابعاً: تحقيق التشابك بين القطاعات الاقتصادية: يمكن إرجاع التفاعل المتزايد بين قطاعي الخدمات والصناعة إلى اتجاهين بارزين في العلاقات القطاعية البينية، هما:

- الأهمية المميزة التي أصبحت تحظ بها سلاسل القيمة العالمية، والتي ساهمت في رفع حصة النشاطات الخدمية الضرورية لاستكمال عمليات التصنيع وتقديم المنتج في شكل قابل للاستهلاك النهائي؛
- التغيرات التي طرأت على بيئة الأعمال خلال العشريتين الأخيرتين، مع الاتجاه المتزايد نحو الاستعانة بمصادر خارجية للحصول على الخدمات التجارية ذات الصلة من مزودي خدمات متخصصين وشركات ناشئة بغية الحصول على خدمات بأقل تكلفة وأعلى جودة سواء من داخل الدولة أو من خارجها.¹

يعطي قيام علاقات تشابكية مع باقي القطاعات الاقتصادية للخدمات الأهمية الحقيقية لها في الناتج المحلي الإجمالي، فبالإضافة إلى الأثر الاقتصادي المباشر لها والمتمثل في نسبة المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي والدخل والتوظيف، فإن للأنشطة الخدمية أثارا ثانوية (غير مباشرة ومستحثة) تخلفها في النشاط الاقتصادي الكلي. فمثلاً، يؤدي ارتفاع النشاط في القطاع السياحي نتيجة ارتفاع أعداد السائحين إلى زيادة المبيعات في أنشطة الفنادق والمطاعم، وبالتالي ارتفاع معدلات التوظيف والدخل والمبيعات في القطاعات المستقبلية (الأثر المباشر)، كما يؤدي ارتفاع المبيعات في الفنادق إلى ارتفاع الطلب على المفروشات، وهو ما يرفع من المبيعات والتوظيف والدخل في نشاط صناعة المفروشات (أثر غير مباشر)، كما أن ارتفاع دخل العاملين في قطاعي السياحة والمفروشات سوف يرفع من إنفاقهم الاستهلاكي على أوجه عديدة؛ كالسكن والمواصلات والطعام وغيرها (أثر مستحث). إن فهم وتحديد الأثر الإجمالي للقطاع السياحي يتطلب الإحاطة بكل آثاره المباشرة وغير المباشرة والمستحثة ضمن ما يعرف بمضاعفات السياحة،² كما أن خلق التشابكات الأمامية والخلفية مع قطاعات أخرى في الاقتصاد سوف يرفع من أهمية القطاع بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بما يزيد عن الضعف.³ يتوقف الوصول بقطاع الصناعة إلى مستوى إنتاجية مرتفعة على أداء قطاع الخدمات.⁴ سرّع التقدم الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات عملية التشابك بين القطاعات، وبفضل التقدم التكنولوجي المحرز أصبحت الشركات حالياً قادرة على تبادل المعلومات مع فروعها وهيكلها بكل سهولة وسلاسة وبتكلفة منخفضة نسبياً.⁵

¹ Anita Wolfi, The Service Economy in OECD Countries, op. cit, p 14.

² مضاعف النوع الأول = (أثار مباشرة+أثار غير مباشرة)/أثار مباشرة.

المضاعف من النوع الثاني (مضاعفات الإنتاج، الدخل والعمالة) = (أثار مباشرة+أثار غير مباشرة+أثار مستحثة)/أثار مباشرة.

³ Sahar Tohamy and Adrian Swinscoe, op. cit, p 21.

⁴ Randall S.Jones, op. cit, p 05.

⁵ Anita Wolfi, The Service Economy in OECD Countries, op. cit, p 08.

ثامنا: تشجيع الابتكار: يعتبر الابتكار القوة الدافعة لنمو قطاع الخدمات وتطوره، ويتضح ذلك جليا في حجم الاستثمارات الضخمة في تكنولوجيات المعلومات والاتصال ومجموعة واسعة من المنتجات الجديدة التي يجري تطويرها وتكييفها لتلبية طلبات وأذواق المستهلكين وتعزيز قدرتها التنافسية، كما تعد بعض شركات الخدمات من أكبر مشنزي ومستعملي التكنولوجيات المتقدمة، وهو ما يحتمل أن يكون له أثر دافع على الابتكار عموما.

تاسعا: تطوير التجارة وزيادة المنافسة: كما تم الإشارة إليه سابقا، أحدثت ثورة تكنولوجيا المعلومات والاتصال طفرة في طريقة جمع وتقييم ونقل المعارف والمعلومات، حيث خلفت أثرا عميقا على دور وتأثير الخدمات في الاقتصادات المختلفة. من بين الابتكارات التي أتاحتها تلك التكنولوجيات هي التجارة الإلكترونية التي أتاحت طرق جديدة لتنفيذ الصفقات ما انعكس إيجابا على النمو الاقتصادي، الإنتاجية والكفاءة والوظائف، وخيارات المستهلك. يمتد تأثير التجارة الإلكترونية إلى الجامعات الكلية، فقد حاولت العديد من الدراسات تقييم ذلك التأثير على الاقتصاد الكلي، ومنها دراسة قامت بها الحكومة الاسترالية قدرت أن الأثر الصافي لتأثير التجارة الإلكترونية جاء بنسبة 2,7% زيادة في الناتج الوطني، كما أشارت دراسة أخرى إلى أن ارتفاع التجارة الإلكترونية بين الشركات سيؤدي على المدى الطويل إلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5%.

وعليه، يؤدي أي تقدم قد يحرز في التجارة الإلكترونية إلى زيادة الكفاءة الاقتصادية بشكل كبير، وتعزيز وتوسيع المنافسة العالية.¹ أتاحت النمو السريع للتجارة الإلكترونية منذ ظهورها والتوسع الكبير الذي عرفته تطبيقاتها في شتى الميادين للشركات المجال واسعا لتخفيض التكاليف وبالتالي انخفاض الأسعار، كما أن انتشار شبكة الإنترنت في العالم قد فتح المجال للشركات ولوج الأسواق المختلفة بتكاليف منخفضة للغاية، وهو ما نتج عنه ارتفاع حدة المنافسة، وهو أمر على درجة من الأهمية لتحفيز الشركات على رفع أدائها وإعادة صياغة سياساتها التنافسية بغية الاستمرار في المنافسة والاستمرار في النشاط.²

¹ The Service Economy, op. cit, p 07.

² Jonathan Coppel, op. cit, p 14.

المطلب الثاني: الأدوار الاقتصادية للقطاع المالي

يعتبر وجود القطاع المالي بمؤسساته المتنوعة أساسيا لاستمرار نشاط القطاع الحقيقي بمختلف أنشطته وقيامه بأدواره الاقتصادية، والحفاظ على التوازن والاستقرار الاقتصادي من خلال دوره في استقطاب الفوائض المالية في أوعية مناسبة تختلف حسب خصائص كل مؤسسة، تجنب اكتنازها أو تسربها إلى الاستهلاك المفضي إلى زيادة التضخم، وتوظيفها للفوائض المالية المجمعة في توفير التمويل المناسب والكافي لمختلف الأنشطة الاقتصادية. وفيما يلي، سنحاول التطرق إلى أبرز الأدوار التي تؤديها أهم المؤسسات المالية.

الفرع الأول: الأدوار الاقتصادية للمؤسسات المالية البنكية

تعتبر البنوك أهم المؤسسات المالية وأكثر الفاعلين تأثيرا في الساحة المالية والاقتصادية بفضل الأدوار الحاسمة التي تؤديها، والتي إن توافرت القيادة الكفؤة المؤهلة والرقابة الصارمة ستمكن البنوك من قيادة التنمية ونجاح السياسات النقدية والاقتصادية وتطوير الأنشطة الاقتصادية الحقيقية المنتجة. من جملة الأدوار المتوقع أداؤها من البنوك ما هو كلاسيكي نمطي تكاد كل البنوك في العالم القيام به، ومنها ما هو حديث تحتاج إلى كفاءات وبيئة خاصة لا يمكن لكل البنوك الإحاطة بها. وعموما، من أبرز الأدوار الاقتصادية التي تقوم بها البنوك، ما يلي:

أولاً: تعبئة المدخرات وتمويل المشاريع

أ- تعبئة المدخرات: في إطار سعيها لاستقطاب أكبر عدد ممكن من الأموال، تتيح البنوك للمودعين مجموعة متنوعة من الودائع تتفق مع تفضيلاتهم ورغباتهم بشكل مستهدف.¹ نظرا لاعتماد أغلب البنوك في نشاطها على الودائع بمختلف أشكالها، سعت مع مطلع ستينات القرن الماضي إلى البحث وابتكار وسائل وأدوات متطورة تضمن المرونة في إدارة الودائع، بحيث تساعد في التوسع بعد ذلك في الاستثمارات والقروض أملا في تخفيض التكاليف وتعظيم الأرباح، وفي نفس الوقت الحفاظ على ملاءمتها المالية من خلال تعزيز قدرتها على مواجهة أي مسحوبات من الودائع. وفي سبيل ذلك، كان على البنوك أن تراعي في إدارتها للودائع اعتبارات السيولة والتكلفة.²

ب- توفير التمويل المناسب للمشاريع الاقتصادية: من خلال قيامها باستقطاب الفوائض المالية

وحشدها في أوعية ادخارية إضافة إلى أموالها الخاصة، تتوفر للبنك إمكانية مباشرة نشاطها الرئيسي بتخصيص ما

¹ صلاح الدين حسن السيسى، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، المرجع السابق، ص122.

² محمود يونس وكمال أمين الوصال، المرجع السابق، ص239.

توافر من السهولة لتمويل الأفراد والوحدات الاقتصادية، مع مجموعة واسعة من الخدمات المرافقة.¹ تقوم البنوك بوظيفتها التمويلية من خلال ثلاث أشكال رئيسية، هي:

- المساهمة في رأس مال المشاريع: حيث تراعي البنوك تملك حد أدنى من الأسهم ومنع أي مساهم من حيازة نسبة معينة من رأسمال للحفاظ على مصالحه الحالية والمستقبلية ودرءاً للمخاطر التي قد تنجم عن سيطرة أحد الأطراف على إدارة المشروع والتأثير على توجهاته.²
- تقديم القروض للمشاريع.³
- تقديم خطابات الضمان لفائدة المشاريع.⁴

ت- تمويل التجارة الخارجية: تساهم البنوك في تنمية قطاعات الاقتصاد القومي من خلال تمويلها لقطاع التجارة الخارجية، حيث أن تمويل عمليات الاستيراد سيعمل على توفير مستلزمات التنمية الاقتصادية من السلع الرأسمالية والوسيلة والمواد الأولية اللازمة لزيادة حجم الإنتاج. ومن جهة أخرى، يؤدي توفير التسهيلات للتصدير إلى تحفيز وتطوير الصناعات المحلية، وذلك بتسهيل إيجاد قنوات خارجية لتصريف الإنتاج وتوفير موارد النقد الأجنبي للدولة. تمارس البنوك دورها في تمويل التجارة الخارجية من خلال إصدار خطابات الضمان المصرفية والاعتمادات المستندية، والتي تعتبر أساسية لمباشرة أي عملية تصدير واستيراد.⁵

ث- تأسيس الأسواق المالية وتطوير أدائها: تؤدي البنوك دوراً محورياً في إنشاء وتطوير الأسواق المالية من خلال اضطلاعها بعدة مهام، أهمها:

- إنشاء صناديق الاستثمار؛⁶
- تأسيس صناديق الودائع وإقراض السماسرة والوسطاء في الأوراق المالية؛
- إدارة وتغطية الأوراق المالية الحكومية والخاصة والتسويق لها؛⁷

¹ Tijani Najeh, op. cit, p 38.

² عبد الحميد محمد الشواربي ومحمد عبد الحميد الشواربي، المرجع السابق، ص 387.

³ صلاح الدين حسن السيسى، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، المرجع السابق، ص ص 16، 140.

⁴ عبد الحميد محمد الشواربي و محمد عبد الحميد الشواربي، المرجع اعلاه، ص 389.

⁵ صلاح الدين حسن السيسى، دراسات نظرية وتطبيقية: الاعتمادات المستندية والضمانات المصرفية من النواحي الاقتصادية والمحاسبية والقانونية، دار الوساد للطباعة والنشر، لبنان، 1998، ص 04.

⁶ صفوت عبد السلام عوض ، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النهضة العربية مصر، 2005، ص 41.

⁷ عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، ص 43.

- الاستثمار في شراء أوراق مالية؛¹

- طرح سندات للتداول؛²

- تأسيس شركات الاستثمار والصناديق المشتركة للديون.³

ج- المساهمة في تمويل النفقات العامة: إضافة إلى دورها في تمويل الإنفاق العام من خلال دفعها

للضرائب المستحقة، يقع على البنوك عبء إقراض الحكومات (القروض العامة)، خاصة في ظل وجود أسواق مالية ضعيفة أو غيابها، ويزداد دورها في ذلك في الدول التي تتبع سياسة القمع المالي.⁴

ح- المساعدة في تنفيذ برامج خصخصة المشروعات العامة: لإنجاح الخصخصة، تضطلع البنوك

بأدوار هامة، أبرزها الدور الاستشاري من خلال إعداد دراسات الجدوى للمشاريع وتقديم الطريقة الأفضل للخصخصة واقتراح الوقت المناسب، إضافة إلى الدور التمويلي متمثلاً في شراء بعض أو كل الأسهم المطروحة وضمها في محفظة استثماراتها أو الاكتفاء بالزويج لتلك الأسهم لدى عملائها.⁵

خ- جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة: تساهم البنوك في تحسين مناخ الاستثمار الكفيل

باستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال تقديم قروض للاستثمارات القادمة بأسعار فائدة منخفضة وتسخير إمكانياتها الفنية والاستشارية لمرافقتها وخدمتها.⁶

د- مكافحة غسل الأموال: تعتبر البنوك أحد القنوات الرئيسية التي تستخدم في غسل الأموال

ولذلك تتحمل البنوك مسؤولية كبيرة في التصدي لتلك العمليات ومحاصرتها حفاظاً على سمعتها وسلامتها المالية

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات (الطبعة الثالثة)، المكتب العربي الحديث، مصر، 1996 ص134.

² عبد الحميد محمد الشواربي و محمد عبد الحميد الشواربي، المرجع السابق، ص119.

³ شاكر عطاء ، المرجع السابق، ص54.

⁴ سعيد عبد العزيز عثمان، مقدمة في الاقتصاد العام (مالية عامة): مدخل تحليلي معاصر، الدار الجامعية، مصر، 2003 ص351.

⁵ صلاح الدين حسن السيبي، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الثاني، مجموعة النيل العربية، مصر، 2011 ص509.

⁶ زيدان محمد، الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان التي تمر بمرحلة انتقال -نظرة تحليلية للمكاسب والمخاطر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد الأول، السداسي الأول 2004، ص120.

من خلال التدقيق في اختيار عملائها، مراقبة سلوكهم والعمليات والنشاطات المتعلقة بهم، ووضع نظام داخلي لتبادل المعلومات مع البنوك الأخرى.¹

ذ- خدمات أخرى: علاوة على ما سبق، تتيح البنوك لعملائها مجموعة من الخدمات المتنوعة من خدمات استشارية وغيرها تسهم بطريقة أو بأخرى في تسهيل المعاملات الاقتصادية وإتمام الصفقات الاستثمارية بأقل تكاليف، أهمها:

- تقديم خدمة الصيرفة الخاصة؛²
- خصم الأوراق التجارية، منح الاعتماد بالقبول، وتحصيل الأوراق التجارية؛³
- تقديم الكفالة المصرفية لعملائها؛
- إجراء التحويلات المصرفية؛⁴
- طرح شهادات الإيداع والادخار بصنفيها القابلة للتداول وغير القابلة للتداول؛
- تقديم خدمة أمناء الاستثمار لإدارة استثمارات العملاء؛
- خدمات التأمين؛
- تنفيذ عمليات الصرف الأجنبي أو الكامبيو بشراء وبيع العملات الأجنبية؛
- تقديم خدمة التأمين ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة من خلال استخدام أو ابتكار أدوات مالية، أشهرها المشتقات المالية؛⁵
- توريق القروض لتوفير موارد مالية يمكن إعادة توظيفها في قروض واستثمارات مالية أخرى.⁶

وفي هذا الصدد، هناك عدة أسباب تدفع المؤسسات المالية البنكية إلى استخدام التوريق، أهمها تخفيض تكلفة التمويل، تجاوز مشكلة التصنيف الائتماني عالي المخاطرة، تنويع موارد التمويل، توفير السيولة دون الحاجة

¹ محمود محمد سعيان، تحليل وتقييم دور البنوك في مكافحة عمليات غسل الأموال، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن 2008، ص134.

² عبد الباسط وفا، صناعة الصيرفة الخاصة ودورها في تعبئة المدخرات، دار النهضة العربية، مصر، 2005، ص74.

³ مصطفى كمال طه، المرجع السابق، ص111.

⁴ محمود الكيلاني، الموسوعة التجارية والمصرفية: عمليات البنوك، المجلد الرابع، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص231.

⁵ صلاح الدين حسن السيسى، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، المرجع السابق، ص722.

⁶ بدیعة لشهب، الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز، مجلة بحوث اقتصادية معاصرة، مركز دراسات الوحدة العربية بيروت، لبنان، العدد 52، خريف 2010، ص68.

إلى زيادة رأس المال، تحسين هيكل رأس المال من خلال الموازنة بين رأس المال والمخاطرة، تحسين إدارة المخاطر تجاوز مشكلة اختلاف آجال الأصول والخصوم، تجنب متطلبات رأس المال بالنسبة للكيانات المطالبة بتلبية متطلبات رأس المال المرجح بالمخاطر (تلبية معيار كفاية رأس المال)، وتحقيق تمويل خارج الميزانية وزيادة القوة الائتمانية من خلال تخفيض الرفع المالي بالحصول على تمويل دون زيادة عبء الرفع المالي، مع إتاحة إمكانية حذف الأصول المورقة كلياً أو جزئياً من الميزانية العمومية. إن الإمكانية التي يتيحها التوريق لتحويل أصول مالية غير سائلة وغير جذابة إلى أصول مالية سائلة قابلة للتداول بتكاليف منخفضة من شأنه أن يرفع من أداء الأسواق المالية ويقلل من مخاطر السيولة في النظام المالي.¹ تسمح عملية التوريق للبنوك برفع تنافسيتها، حيث تتيح لها فرصة التخلص من القروض المسمومة والمشكوك في تحصيلها وما يتزب عليه تخفيض الرأسمال والاحتياطات المخصصة لها، والتركيز على الوظائف الإستراتيجية وتكوين محفظة استثمارية ذات عائد أفضل ودرجة مخاطرة أقل؛²

- التأجير التمويلي.³

الفرع الثاني: الأدوار الاقتصادية للمؤسسات المالية غير البنكية

إلى جانب البنوك، تضطلع المؤسسات المالية غير البنكية بأدوار تنعكس إيجاباً على النشاط الاقتصادي. نظراً لتعدد تلك المؤسسات، سنتعرض إلى أدوار شركات التأمين باعتبارها أهم المؤسسات المالية غير البنكية وأكبرها حجماً وأكثرها تأثيراً ونشاطاً، والتي من أهمها:

أولاً: خفض تكاليف تمويل المشروعات: من خلال قيامها بالتأمين من المخاطر المختلفة، تساهم شركات التأمين في تسهيل حصول المؤسسات الاقتصادية على التمويل بشروط وتكاليف أكثر تيسيراً وتشجيع الغير على المشاركة في مشاريعها، وإزالة المخاوف والشروط التي تفرض تكاليف إضافية.⁴

ثانياً: الموازنة بين الاحتياطات والالتزامات: تعتمد شركات التأمين في تقديرها للمخاطر على المعلومات الصحيحة والإحصائيات والبيانات الدقيقة بفضل خبرتها. وبذلك، تحول شركات التأمين دون تخصيص احتياطي

¹ عمر طالب، المرجع السابق، ص 78-118.

² Abdelkader Beltas, **La Titrisation**, Edition Légende, 2007, p 14.

³ منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات (الطبعة الثالثة)، المرجع السابق، ص 182.

⁴ رائد عبد الخالق عبد العبيدي وخالد أحمد فرحان المشهداني، المرجع السابق، ص 105.

نقدي غير لازم لمواجهة المخاطر لدى أصحاب المشاريع، وهو ما يعمل على توفير الأموال السائلة لتوظيفها في مجالات أخرى.¹

ثالثا: توفير الأمان والاستقرار الاقتصادي وزيادة الإنتاج: ينعكس التأمين على السلوك الاقتصادي للمنشآت والعاملين على حد سواء، إذ يوفّر التأمين للجميع حالة من الاستقرار والطمأنينة للتفرغ لعملية الإنتاج وزيادة الكفاءة الإنتاجية، والدخول في مجالات استثمارية جيدة.² يتيح التأمين للمنشآت أن تحدد مسبقا ما يتوجب احتياظه لمواجهة الخطر ما يسمح لها للتفرغ لمواصلة تشغيل وحداتها، حيث يجنب التأمين أصحاب المشاريع مواجهة خسارة مفاجئة تضطرهم إلى رفع أسعار السلع والخدمات المنتجة ما يؤثر على تنافسيتها كما أن التعويض الذي تقدمه شركات التأمين عن الخسائر سيساعد على استئناف العمل وإعادة تشغيل الوحدات الاقتصادية. يمتد أثر التأمين إلى المستهلكين، حيث يدفع استقرار الإنتاج إلى امتناع المستهلك عن تخزين السلع التي قد تتعرض للتلف لاحقا، وبالتالي ضياع جزء من الدخل عوض ادخاره أو استثماره.

رابعا: تنمية المدخرات القومية وتنشيط الاستثمارات: يعتبر التأمين على الحياة جهاز ادخاري متميز فالمدخرات التي يتم تجميعها عن طريقه تنشئ حق مباشر وفوري في الحصول في حالة الوفاة على مبالغ كبيرة نسبيا تستحق الدفع فورا تكفي لإقامة استثمارات.³ تقوم شركات التأمين بتوظيف جزء كبير من عوائد الأقساط المجمعة في أوجه الاستثمار المختلفة ومنها الأسهم والسندات، وهو ما يسهم في تنشيط الأسواق المالية والاقتصاد القومي.⁴

خامسا: تخفيف الضغوط التضخمية: للتأمين دور يؤديه في الحد من الضغوط التضخمية، فالإقبال على التأمين يسمح بسحب كتلة نقدية من التداول، كما أن تحصيل أقساط التأمين يتبعه قيام شركات التأمين باستخدام الأموال المتجمعة لديها (تتمثل في الاحتياطات) في تمويل المشروعات الاستثمارية المنتجة التي ترفع من الإنتاج القومي ليتناسب مع كمية النقد المتداول في السوق، ويؤدي إلى توازن العرض والطلب.⁵

¹ طرفة شريقي ورافد محمد، المرجع السابق، ص 160.

² ملاحسو بيلال، المرجع السابق، ص 36-37.

³ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2008، ص 198.

⁴ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, op. cit, p 318.

⁵ رائد عبد الخالق عبد العبيدي وخالد أحمد فرحان المشهداني، المرجع السابق، ص 105.

سادسا: تنمية المبادلات التجارية الدولية: يعمل التأمين على تغطية المخاطر التي تتعرض لها البضائع أثناء نقلها سواء بين الدول أو في المناطق الداخلية، وبذلك فالتأمين أثر مسهل ومحفز للمعاملات التجارية. تعتبر بوليصة التأمين البحري أو الجوي أو البري على البضائع في حالي الاستيراد والتصدير ضمانا للتجار تبعث فيهم الطمأنينة، وتشجعهم على رفع حجم المبادلات الدولية.¹

سابعا: تحسين حالة ميزان المدفوعات: يعتبر التأمين أحد بنود ميزان المدفوعات، حيث تسجل خدمات التأمين المقدمة إلى غير المقيمين في بنود الصادرات، إضافة إلى خدمات تسيير محفظة الأصول لشركات التأمين والعمليات المرتبطة باستثمارات التي تقوم بها شركات إعادة التأمين في الخارج، الأمر الذي يؤثر في تدفقات الأموال من وإلى الخارج.²

ثامنا: تطوير القطاعات الاقتصادية: تساهم شركات التأمين في إعطاء دفعة قوية في اتجاه تطوير أداء القطاعات الاقتصادية، فبالإضافة إلى استثمارها في حيازة أسهم وسندات الشركات تحفز شركات التأمين المشاريع الإنتاجية على إدخال أساليب الإنتاج الحديثة من خلال اشتراطها الإجراءات الوقائية، كما تقوم بتخفيف عدم اليقين ضد مخاطر تلف الإنتاج أو انخفاضه، وهو ما يرفع عن المنتجين عبء تخصيص احتياطات إضافية لمواجهة المخاطر ويجفز على إدخال التكنولوجيا الحديثة.³

¹ يوسف مسعداوي، دور المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات (ICIEC) في تعزيز صادرات واستثمارات الدول الأعضاء، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 27، العدد الأول، 2011 ص53.

² فلاق صليحة، المرجع السابق، ص25.

³ طرفة شريقي ورافد محمد، المرجع السابق، ص162.

تاسعا: خلق فرص عمل: حيث يعتبر قطاع التأمين أحد القطاعات الموظفة للعمالة.¹

الفرع الثالث: الأدوار الاقتصادية للأسواق المالية

تسمح الوظائف المتنوعة والمتعددة التي تقوم بها الأسواق المالية لها بأداء أدوارا هامة في الاقتصادات التي تنشط فيها، حيث تتمثل أهم تلك الوظائف في ما يلي:

أولاً: جذب المدخرات واستيعابها: توفر الأسواق المالية أوعية ادخارية تناسب كل المدخرين وخاصة صغار المستثمرين، الأمر الذي يعود بالنفع على التنمية ويجد من التضخم.² بفضل وفورات الحجم والخبرة التي تتوفر عليها شركات الوساطة المالية، يتاح للمدخرين الإمكانية لتحقيق عائد أعلى بتكاليف منخفضة،³ كما توفر الأسواق المالية الفرصة لتخفيض معدل الادخار الخامل والاكنتاز، وذلك من خلال فتح قنوات لتوظيفها في استثمارات مناسبة تحقق عوائد أفضل.⁴ إضافة إلى ما سبق، يؤثر وجود أسواق مالية في رفع مستوى الوعي التمويلي والحس الادخاري والاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات، وتحسين شفافية المعلومات المتعلقة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد ككل.⁵

ثانياً: المساهمة في التمويل المباشر للمشروعات: تساهم الأسواق المالية في إتاحة الفرصة للحكومات والمؤسسات للحصول على التمويل الذي تحتاجه، حيث تسخر إمكانياتها لإصدار وتسويق السندات والأسهم بما يسهم في تحقيق استثمارات منتجة تؤدي إلى زيادة في الناتج والدخل القومي.⁶ توفر الأسواق المالية السيولة طويلة الأجل للاستثمارات، فتوفير إمكانية لإسالة الأوراق المالية بسرعة وبتكاليف منخفضة ستؤدي إلى إزالة حالة التزدد لدى المدخرين من التنازل عن مدخراتهم لفتره طويلة في شراء الأدوات المالية المتداولة، وبالتالي يتم ربط المدخرين بالاستثمارات طويلة الأجل ونبض الاقتصاد.⁷

ثالثاً: تحسين إدارة الشركات والمشاريع: تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في تخفيض حدة مشكلتي عدم تماثل المعلومات والاستفادة من غير مقابل، من خلال توفير كل البيانات والتقارير والمؤشرات بكل حرية وشفافية

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، المرجع السابق، ص 198.

² زياد رمضان ومروان شموط، المرجع السابق، ص 09.

³ محمد كمال أبو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، المرجع السابق ص 79.

⁴ Panicos demetriades, Financial markets and economic development, the Egyptian Center for Economic Studies, working paper N°27, June 1998, p 12.

⁵ محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، المرجع السابق، ص 141.

⁶ شاكر عطاء ، المرجع السابق، ص 13.

⁷ محمد كمال أبو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، المرجع السابق، ص 79.

بما يسمح للمستثمرين بالاطلاع على الوضعية الحقيقية للشركات، وهو ما سيكون له انعكاس على أسعار الأسهم، وبالتالي دفع الشركات إلى تحسين إدارتها وتعديل سياساتها للاستفادة من تمويل إضافي وزيادة الإقبال على اقتناء وتداول أدواتها المالية.

رابعاً: تشجيع استقطاب الاستثمارات الأجنبية والحد من تسرب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج:
يساهم وجود الأسواق المالية في تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية، وتقليل اللجوء إلى الاقتراض الخارجي. فمن جهة، تساهم الأسواق المالية في توفير التمويل اللازم لمباشرة وتوسع الأنشطة الاستثمارية المحلية والأجنبية، ومن جهة أخرى تعمل الأسواق المالية النشطة على توفير ضمانات كافية للحفاظ على استقرار الاستثمارات وتنميتها بما فيها الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة الباحثة عن تكوين محافظ استثمارية آمنة ومرحبة من خلال ضمان السيولة اللازمة للأوراق المالية المتداولة، إضافة إلى تأمين وجود رقابة كافية على الشركات المدرجة بإلزامها بنشر تقارير دورية ومنظمة.¹ علاوة على ما سبق، تساهم الأسواق المالية في استقرار رؤوس الأموال الوطنية والحد من تسربها إلى الخارج، حيث توفر مستوعب آمن ومريح لرؤوس الأموال.²

خامساً: المساهمة في ديمومة نشاط الشركات: يساهم وجود الأسواق المالية في استمرار وجود الشركات من خلال دفعها إلى تحسين قدراتها التنافسية بإدخال تحسينات على هيكلها المالي بزيادة أهمية الأموال الذاتية والتمويلات الدائمة والمستقرة، وهو ما يكون له أثر إيجابي في تحقيق التوازن المالي طويل الأجل، فالأسواق المالية تعطي الفرصة لقياس أداء الشركات من خلال حركة أسهمها، وإعطاء تقييم عادل لأدائها وقيمتها الحقيقية.³

سادساً: المساهمة في نجاح برامج الخصخصة: يعد وجود أسواق مالية كفؤة عنصراً محورياً في أي عملية تستهدف خصخصة المشاريع العامة وتحسين أدائها، فالمنافسة الحادة الموجودة في الأسواق المالية تمكن من إعطاء تقييم حقيقي لأصول الشركات المزمع خصخصتها، وتوصل الأسهم المطروحة للاكتتاب إلى مستوى الأسعار الحقيقية والواقعية.⁴

سابعاً: المحافظة على الثروة وتنميتها: يتم اقتناء والاحتفاظ بالأوراق المالية المتاحة للتداول في البورصات، شأنها شأن النقود، عادة كأداة من أدوات حفظ الثروة إلى حين إسالتها وقت الضرورة، وبذلك فهي تعتبر مخزن للثروة وأداة احتياط.

¹ شاكر عطاء ، المرجع اعلاه، ص13.

² محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، المرجع اعلاه، ص135.

³ نزهان محمد سهو، المرجع السابق، ص658.

⁴ شاكر عطاء ، المرجع السابق، ص13.

ثامنا: تسهيل الولوج إلى سوق الاقتراض وتسهيل المدفوعات وتنمية المبادلات: تتيح الأدوات المالية من أسهم وسندات لأصحابها الاقتراض من المؤسسات المالية مقابل رهنها، كما أن الأدوات المالية عادة ما تحظى بقبول واسع لدى المتعاملين في مختلف الأسواق ما يجعل تسوية المبادلات تتم بسهولة وسلاسة، وهو أمر مشجع على تنمية المعاملات الداخلية والخارجية.

تاسعا: تخفيض مخاطر الاستثمار: تساهم الأسواق المالية في تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال بعض الأدوات المالية المتداولة فيها؛ كالمشتقات المالية، التي تسمح بالتنوع والتحوط من مخاطر تقلب العوائد في المستقبل.¹

عاشرا: تحسين أداء المؤسسات المالية والمساعدة في زيادة فعالية السياسات النقدية: للأسواق المالية أثر إيجابي على باقي المؤسسات المالية، وذلك لما تقدمه من خدمات وفرص استثمارية ترفع من معدل العائد على أصولها، وبالتالي ارتفاع الأرباح وارتفاع القيمة السوقية لها.² تساعد الأسواق المالية في تنفيذ السياسات النقدية من خلال إتاحة الفرصة لاستخدام عمليات السوق المفتوحة.³ تستخدم غالبية البنوك المركزية مؤشرات الأسواق المالية في نماذجها للتنبؤ بالنشاط ومعدلات التضخم في المستقبل وفي توقع الصدمات الاقتصادية، وهو ما يجنب اقتصاداتها الأزمات المالية، كما تعتبر الأسواق المالية من الأماكن المفضلة لقياس توقعات السوق وردود الفعل على السياسات النقدية، مما يسمح لها بتعديل تلك السياسات وبسرعة.⁴

¹ زياد رمضان و مروان شموط، المرجع السابق، ص10.

² Panicos demetriades, op. cit, p 12.

³ محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، المرجع السابق، ص141.

⁴ Paul Mylonas and Sebastian Schich, the Use of Financial Markets indicators by Monetary Authorities, OECD Publishing , Working Paper N°223, 1999, p 13.

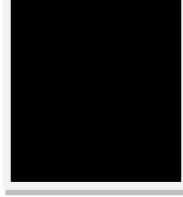
خلاصة الفصل الأول

يعتبر القطاع الحقيقي ذو الخصائص المختلفة والأدوار الهامة المتعددة العمود الفقري للاقتصاد، فضمنه تنشط المؤسسات الإنتاجية التي تقوم باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة والمحدودة لتسريع النمو الاقتصادي، نجاح التنمية الاقتصادية الشاملة، وتحقيق الأمن والاستقرار الاقتصادي، وذلك بفضل تنوع الأنشطة الاقتصادية وتعدد المؤسسات الناشطة فيه، الأمر الذي يسمح للقطاع الحقيقي بأداء أدوار اقتصادية تخدم كافة المتدخلون في الحياة الاقتصادية من أفراد ومؤسسات وحكومات، ويغطي كافة احتياجاتهم المتعددة والمتجددة. بما يسمح بمعالجة المشكلة الاقتصادية. كذلك، يعطي النزابط والتفاعل الموجود بين مختلف مركبات القطاع الحقيقي من زراعة وصناعة وخدمات النظام الاقتصادي فعاليته وتماسكه وصلابته التي تمكنه من لعب الأدوار المنوطة به من زيادة الناتج المحلي، تحسين الدخل القومي، تعظيم الثروة، توفير الأمن الاقتصادي، ورفع مستوى الرفاهية الاقتصادية.

على الرغم من مكانة القطاع الحقيقي كمصدر إنتاج ومولد للثروة، إلا أن قيامه بأدواره بفعالية والوصول إلى تحقيق أهدافه مرهون بوجود القطاع المالي بمؤسساته التي توفر التمويل وتسهل المبادلات، حيث أن وجود قطاع مالي كفي يعد أساسياً شأنه شأن القطاع الحقيقي. من خلال عملية الوساطة المالية التي تقوم بها مؤسسات القطاع المالي باستخدام أدوات متنوعة ومبتكرة، تتوفر الإمكانية للمشاريع الإنتاجية للوصول إلى الموارد المالية غير المستغلة أو الخاملة والحصول على التمويل من القنوات المباشرة وغير المباشرة لإشباع حاجياتها المالية ومباشرة استثماراتها بأقل وقت وتكلفة، بما يرفع من أداء القطاع الحقيقي ويعظم من الدخل والناتج.

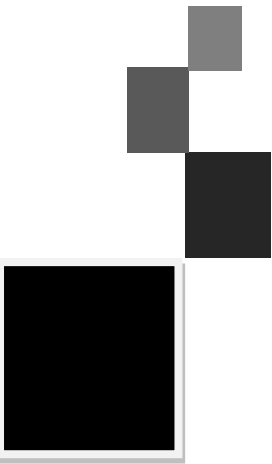
غير أن أهمية القطاع المالي في توفير التمويل والخدمات الكفيلة بزيادة إنتاج القطاع الحقيقي وتحسين إنتاجيته بما يؤدي إلى زيادة الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية لا تعني بأي حال إهمال القطاع الحقيقي، حيث أن الاهتمام المفرط بالقطاع المالي من شأنه أن يضر من القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي، ويضعف الارتباط بين القطاعين. مما يؤدي إلى زعزعة الاستقرار الاقتصادي وتوفير الأسباب والظروف المناسبة لنشوب الأزمات المالية.

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



❁ الفصل الثاني ❁

الأزمات المالية:
تأصيل نظري



تمهيد

تعتبر الأزمات من أخطر الظواهر الاقتصادية التي قد تصيب دولة أو مجموعة دول، وأحد أبرز مظاهر الاختلال الخطير التي قد توجد بين القطاعات الاقتصادية، ودليلاً على فشل النظام الاقتصادي في أداء دوره في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي وزيادة الثروة وتعظيم الرفاهية الاقتصادية. مع تزايد التحرير المالي والاقتصادي وزيادة انفتاح الدول على بعضها البعض، أصبحت الأزمات المالية تتميز بسرعة الانتشار والتعميد، ما يجعل من وضع التدابير والسياسات المناسبة لاحتوائها أمراً بالغ الصعوبة في ظل بيئة من عدم اليقين التي تميز فترة اندلاع الأزمة، وهو ما يؤثر على الأوضاع الاقتصادية ويضعف من حسائر القطاعات الاقتصادية بدءاً من القطاع المالي ويهدد وجود النظام الاقتصادي نظراً لما تخلفه الأزمات المالية من ركود اقتصادي بسبب شح التمويل الذي يعقب ظهورها. نظراً للتداعيات الخطيرة للأزمة المالية على القطاع المالي ومن ثم القطاع الحقيقي، حظيت الأزمات المالية باهتمام الاقتصاديين والمفكرين وصانعي القرار على المستوى المحلي والدولي في محاولة لفهم أفضل للأزمات من مختلف جوانبها، استخلاص الدروس من أجل تفادي وقوع الأزمات وتحمل خسارتها التي تعود سلباً على الرفاهية الاقتصادية، ووضع السياسات الكفيلة بالتعامل معها في أسرع وقت وبأقل التكاليف.

على الرغم من تعقيد الأزمات المالية من حيث الأسباب والنتائج والتداعيات، سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى أهم جوانب الأزمات المالية من خلال الثلاثة المباحث الآتية:

المبحث الأول: يتناول مفهوم الأزمات المالية؛

المبحث الثاني: يتناول أسباب الأزمات المالية؛

المبحث الثالث: يتعرض إلى التطور التاريخي لأهم الأزمات المالية التي خربها النظام الدولي.

المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية

تعتبر الأزمة المالية أخطر الظواهر الاقتصادية التي قد تجتاح اقتصاد ما نظرا لما يترتب عليها من خسائر واضطرابات حادة وانقطاع في عمل القطاعات الاقتصادية بما يعيقها عن أداء أدوارها، وبالتالي اضطراب الاقتصاد الكلي ودخوله في ركود. ولذلك، حظيت الأزمة باهتمام الباحثين وصناع القرار في مسعى منهم لإيجاد حلول مناسبة تحد منها، حيث يعد الخوض في مفهومها ووضع تصور واضح وشامل حولها هي أول الخطوات في طريق إيجاد الحلول لها من خلال التركيز على أهم جوانب الأزمات المالية.

المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية، خصائصها، مراحلها، والنظريات المفسرة لها

كما تم ذكره آنفا، حظيت الأزمات المالية باهتمام بليغ من الباحثين نظرا للتقلبات الاقتصادية التي تتسبب فيها الأزمات المالية، سعيا منهم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والمحافظة عليه بعيدا عن التقلبات الاقتصادية والأزمات المالية، حيث جاءت محاولات فهم الأزمات المالية كثيرة. سنحاول التطرق فيما يلي إلى أهم الجهود المبذولة في تعريف أسباب الأزمة المالية، الخصائص المميزة لها، ومراحلها.

الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية

جعلت الخسائر الكبيرة المترتبة على الأزمات المالية منها محل اهتمام الباحثين ومتخذي القرار، حيث جاءت المحاولات لإعطاء مفهوم شامل للأزمات المالية كثيرة ومتنوعة. وفيما يلي، سنحاول التطرق إلى أبرز التعاريف التي وردت في الأزمات المالية:

1- الأزمة المالية هي اختلال فجائي وحاد يصيب إجمالي التوازنات المالية لدولة أو أكثر، ويزتب عليه انتشار حالة من الارتباك والذعر المالي في أوساط الأفراد، ما يؤدي إلى تراجع الثقة في المؤسسات المالية القائمة ويعجل بانهيارها، وهو ما يكون له تبعات تراكمية على باقي المؤسسات الإنتاجية غير المالية الأخرى نتيجة شح التمويل الذي يؤدي إلى تردد المؤسسات المالية في تمويلها للاقتصاد القومي وتشديد البنوك لشروط الإقراض.¹

تختلف الأزمة المالية عن الدورة الاقتصادية في كون الأولى تعبر عن اختلال فجائي غير معتاد في لحظة أو فترة محددة وفي مكان محدد، أما الثانية فهي فترة دورية وطبيعية تمر بها الأنظمة الاقتصادية يمكن توقعها نتيجة

¹ علة مراد، الأزمة المالية العالمية: تأمل ومراجعة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 48-49، حريف 2009-شتاء 2010، ص 09.

ظهور بواورها ومؤشراتها قبل فترة طويلة نسبياً.¹ وفي هذا السياق، تعتبر الأزمات المالية إنذاراً مسبقاً على حدوث وشيك لأزمة اقتصادية، فأى أزمة اقتصادية عادة ما تنطلق من أزمة مالية نتيجة التدهور الحاد في أداء المؤسسات البنكية مسببة أزمة سيولة وائتمان، أو في أداء الأسواق المالية محدثة ما يعرف بالفقاعات، أو في أداء المؤسسات النقدية التي تنتهي بأزمة عملات. وعليه، تعبر الأزمة المالية عن أسوأ حالة قد تمر بها أسواق المال وأسواق الائتمان لدولة أو مجموعة دول، والتي تكون لها تبعات خطيرة على المؤسسات المنتجة الناشطة في القطاع الحقيقي، بما يمهّد لنشوب أزمة اقتصادية شاملة تدخل معها الدول المتأزمة في انكماش اقتصادي تمتنع فيه البنوك عن الإقراض ما ينتج عنه أزمة سيولة، بحيث تتراجع الاستثمارات وتنتشر حالة من عدم الثقة لدى جمهور المستثمرين، والدعر لدى المودعين، والازداد في أوساط المتعاملين في أسواق المال.²

2- نظراً لأن الأزمة تجسد الشدة والضييق، فإن الأزمة المالية تعرف بأنها مرحلة حساسة وحرجة تمر بها المنظومة المالية والاقتصادية لدولة أو مجموعة دول نتيجة تعطل بعض أو كل الوظائف الحيوية لهذه المنظومة، لتتطور الأحداث بطريقة سريعة وغير متوقعة إلى اختلال النظام الاقتصادي وتراجع حاد في مؤشراته، الأمر الذي يستدعي تدخل سريع من المؤسسات والسلطات المختصة والمؤهلة لإعادة التوازن للنظام الاقتصادي واستعادة نشاط القطاع الحقيقي والقطاع المالي.³

3- تعرف الأزمة المالية أيضاً على أنها كل تراجع حاد يصيب أسواق التمويل لدولة أو أكثر نتيجة فشل النظام المالي بمؤسساته في أداء المهام المنوطة به، وهو ما يكون له تأثير سلبي كلي أو جزئي على مجمل المؤشرات المالية. نظراً للتشابك الوثيق القائم بين مؤسسات القطاع المالي والقطاع الحقيقي إضافة إلى الأهمية الاقتصادية للنظام المالي، فإن باقي المؤشرات الاقتصادية ستشهد تراجعاً حاداً نتيجة تراجع أداء مؤسسات التمويل على اختلاف أشكالها، وهو ما يؤدي إلى تغذية النزعة التشاؤمية إزاء متانة وصلابة النظام الاقتصادي وتتفاقم معها عدم اليقين بمستقبل هذا النظام، ما يشكل تهديداً للمصالح القومية ويضع متخذ القرار أمام تحدٍ صعب وارتباك

¹ عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية بيروت، لبنان، العددان 46، ربيع 2009، ص 09.

² شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية بيروت، لبنان، العددان 48-49، حريف 2009-شتاء 2010، ص 44.

³ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 18.

يلعب نتيجة ضيق الوقت المتاح للبحث عن حلول فعالة في ظل عدم كفاية المعلومات والإمكانيات مقارنة بحجم الأزمة.¹

4- كما تم الإشارة إليه في الفصل السابق، تتمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي بمختلف مؤسساته في تخصيص الموارد المالية المتوفرة بفعالية إلى الأعوان الاقتصاديون أصحاب الفرص الاستثمارية الإنتاجية بعد دراسة جدوى كافية للحكم على الجدارة الائتمانية لها. خلال ذلك، يواجه النظام المالي مشكلة عدم تماثل المعلومات بما تتضمنه من اختيار سلب وخطر أخلاقي، حيث تتحدد كفاءة النظام المالي في مدى تمكنه من تخفيف حدة هذه المشاكل التي تعيق أو تمنع إتمام المعاملات المالية التي تفضي إلى تنفيذ الفرص الاستثمارية الجيدة، وتعيق التخصيص الجيد للموارد المالية المحدودة. وعليه، فالأزمة المالية هي اختلال يحدث في الأسواق المالية، بحيث تتزايد حدة مشاكل الاختيار السلب والخطر الأخلاقي، وتصبح تلك الأسواق غير قادرة على توجيه الموارد المالية بفعالية إلى المجالات الاستثمارية الأكثر إنتاجية، ويصبح التخصيص الأمثل للأموال غير ممكن، ما يضع النشاط الاقتصادي أمام تهديد بالانكماش والركود.²

أدى التشابك الوثيق والاعتماد المتبادل بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي إلى جعل من العلاقة بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية قوية ومتلازمة، حيث عادة ما يعقب نشوب الأزمة المالية ركود اقتصادي.³

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية

في ضوء ما ورد من تعريفات للأزمة المالية، تتصف الأزمة المالية بعدة خصائص تميزها عن باقي المشاكل والظواهر الاقتصادية، أهمها:

أ- المفاجأة وعدم توقع حدوثها: تضع المفاجأة في وقوع الأزمة الكيان الاقتصادي للدولة المتأزمة تحت تهديد خطير، ويضع متخذ القرار في موقف حساس قد ينتج عنه إقرار قرارات وإجراءات قد لا تتسم بالرشادة

¹ نادية العقون، أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية بيروت لبنان، العددان 53-54، شتاء-ربيع 2011، ص 90.

² Frederic S. Mishkin and Others, Financial Policies, Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, p 94.

³ نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2013/2012، ص 05، ص 06.

والنجاعة المطلوبة نتيجة عدم اتضاح الرؤيا من جهة، ونقص التخطيط المبني على بيانات كافية وحقيقية من جهة أخرى. رغم بروز مؤشرات دالة على قرب حدوث الأزمة المالية، إلا أن توقيت وقوعها يبقى عصيا على التوقع.

ب- **تهديدها للمصالح الحيوية للدولة:** لكي ترتقي مشكلة إلى مصاف الأزمة المالية يشترط، إضافة إلى المفاجأة وعدم التوقع، أن تهدد المصالح الحيوية للدولة المتأزمة، وهو ما يحتم على متخذ القرار التدخل لحل الأزمة حيث يبقى استقرار النظام المالي وسلامته ضمانا للمحافظة على المصالح الحيوية لأي دولة.

ت- **ضرورة التدخل العاجل من متخذ القرار:** يستدعي وضع المصالح الأساسية للدولة في موضع تهديد من متخذ القرار التدخل السريع بطرح حلول في مدى زمني قصير. مع تفاقم خطورة الأزمة وتشابك الأطراف وتداخل المصالح والأسباب من جهة، وضيق الوقت ونقص المعلومات والبيانات في بداية الأزمة من جهة أخرى، يصعب على صانع القرار التعاطي مع الأزمة بفعالية واتخاذ قرارات مناسبة في وقت قصير نسبيا ويجعل من التزجيج واختيار البدائل القليلة أمرا بالغ التعقيد في الوقت الذي تتوسع فيه دائرة المخاوف والذعر في أوساط المستثمرين وعموم المودعين والمتعاملين في الأسواق المالية، وتتصاعد حالة الإحباط والتوقعات السلبية والمتشائمة من المستقبل، حيث أن اجتماع تلك الأحداث ستنجح إطالة فتره الأزمة وارتفاع تكلفتها مواجهتها.¹

الفرع الثالث: مراحل الأزمة المالية

تمر الأزمة المالية بصفة عامة بستة مراحل أساسية انطلاقا من نشأتها ووصولها إلى مرحلة معالجتها ثم أفولها:

1- **مرحلة الإنذار المبكر:** وفيها تبدأ الأزمة بالتشكل، حيث تظهر المؤشرات الدالة على قرب ظهور الأزمة.

2- **مرحلة التبلور والظهور:** وفي هذه المرحلة تتبلور الأزمة المالية بشكل كامل وتصبح ظاهرة وواقع.

3- **مرحلة التطور والانتشار:** وهي المرحلة التي تتطور فيها الأزمة وتتسارع وتيرة انتشارها عبر القطاعات أو عبر الدول.

4- **مرحلة الانفجار:** وفي هذه المرحلة تكون الأزمة المالية قد بلغت ذروتها واشتدت، وتكون الخسائر الناتجة عنها قد تفاقمت بشكل خطير قد تعجز الشركات أو القطاعات المتضررة عن تحملها.

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص18.

5- مرحلة التثبيت: بعد مرحلة الذروة، تصبح الأزمة في هذه المرحلة على درجة من الخطورة، حيث تشكل تهديدا خطيرا للأمن والاستقرار بعد تضرر الشركات والمؤسسات النظامية، وتصبح الاقتصادات على حافة الإفلاس والانهيار.

6- مرحلة المعالجة وإيجاد الحلول: تكون الأزمة في هذه المرحلة قد بلغت مرحلتها الأخيرة بعد تدخل السلطات والحكومات وأحيانا منظمات دولية ودول أجنبية لإدارة الأزمة وإنقاذ النظام الاقتصادي في الدول المتأزمة، وطرح حلول على مختلف الآجال.¹ تمر مرحلة إدارة الأزمة بمراحل أساسية، فبعد دخول الأزمة مرحلة الانفجار تأتي مرحلة الاستعداد وحشد الجهود للتعامل مع الأزمة عبر صياغة مختلف السيناريوهات المتوقعة وطرح مختلف الأدوات والتدخلات الممكن استخدامها للحيلولة دون تطورها وانتشارها، حيث أن الجهود في هذه المرحلة تنحصر في احتواء تداعيات الأزمة ومحاولة علاجها لاحتواء الخسائر ومنع تفاقمها وذلك في سبيل إنقاذ الأنظمة المالية والاقتصادية، استعادة التوازن والنشاط، وتعويض فقدان الأصول وتآكل قيمتها. بالتزامن مع ذلك، تكون السلطات قد استفادة من دروس الأزمة، وتكون أكثر تأهيلا وخبرة لوضع ضوابط سليمة تكفل منع تكرار الأزمة في الأجل القصير والمتوسط مع ضمان الجاهزية العليا للتدخل الفعال.²

الفرع الرابع: النظريات المفسرة للأزمة المالية

أصبحت الأزمات المالية إحدى الخصائص المميزة للنظام الرأسمالي، حيث أن السعي المستمر لتعظيم الأرباح والعوائد وكبح تدخل الدولة التي ميزت العملية الاقتصادية في ظل النظام الرأسمالي طالما تسببت في اختلالات متكررة وخطيرة أحيانا، الأمر الذي جعل من دراسة الأزمة المالية وتفسيرها يحظى باهتمام مفكري ومنظري الاقتصاد ومن شتى المدارس والاتجاهات الفكرية.

أولا: تفسير المدرسة الكلاسيكية للأزمة المالية: بحكم أسبقية المدرسة الكلاسيكية في الظهور، فقد كان مفكرها أول من حاول إعطاء تفسير للأزمات المالية التي اجتاحت الأنظمة الرأسمالية بشكل علمي ومعقول حيث أرجع "جون شارل لينارد دي سيسموندي" الأزمات التي ظهرت منذ بداية القرن التاسع عشر إلى

¹ لبل فطيمة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016/2017، ص 06.

² وليد بيبى، آليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل الأزمة المالية الحالية-دراسة حالة دول شمال إفريقيا-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص 50، 51.

الاختلال بين الإنتاج والاستهلاك أو بين الدخل والاستهلاك بسبب انتشار الآلات التي زادت من حجم ووتيرة الإنتاج، واستغنت عن جزء هام من العمالة. أضاف "سيسموندي" أن طبيعة النظام الرأسمالي عادة ونزعة الرأسماليين لتعظيم القدرة على المنافسة واحتكار السوق، ومن ثم زيادة الأرباح من خلال تراكم الرأسمال والثروة والضغط على النفقات بما فيها تخفيض الأجر تؤدي إلى إفلاس صغار المنتجين، تسريح العمال، تدهور أوضاع العمال، وظهور الاحتكارات الكبيرة. أما "لودرديل" فقد انتقد السياسة الاقتصادية الرأسمالية التي تؤدي إلى سوء توزيع الدخل والثروة وزيادة الادخار وبالتالي عدم وجود طلب كافي، مما يؤدي إلى ظهور الأزمات والبطالة. ويوافق الرأي "هوبسن" في أن سوء توزيع الدخل يؤدي إلى ارتفاع دخل طبقة معينة وبالتالي زيادة ادخارها، حيث يتم توجيه ادخارها إلى بناء المصانع وتوسع المشاريع، وبالتالي زيادة الإنتاج بأكثر من الطلب، ذلك أن دخل الطبقات الفقيرة، التي تعد الأكثر عددا، لا يسمح لها بزيادة طلبها الاستهلاكي، ومن هنا تنشأ الأزمات.

تختلف الآراء السابقة عن آراء "آدام سميث" و"دافيد ريكاردو" و"جون باتيست ساي" التي نفت وقوع الأزمات في ظل النظام الرأسمالي بسبب قدرة قوى السوق على إزالة الاختلالات والظواهر العارضة بدون أن تتطور إلى أزمة قد يعجز النظام عن معالجتها دون تدخل خارجي، حيث أثبتت التجارب خطأ تلك الآراء وقادت إلى ظهور آراء معارضة سواء من مؤيدي الرأسمالية أو من معارضيها.

ثانيا: تفسير المدرسة الاشتراكية للأزمة المالية: يرى "كارل ماركس" وأتباع المدرسة الاشتراكية أن الأزمات المالية هي حتمية في ظل النظام الرأسمالي ومتأصلة فيه بسبب التناقضات الموجودة داخله، والتي تؤدي إلى القضاء عليه وزواله. يركز "ماركس" في معرض هجومه على النظام الرأسمالي على نظرية القيمة ونظرية تراكم رؤوس الأموال، حيث يرى أن الرأسماليون لديهم نزعة إلى استغلال طبقة العمال بتشغيلهم ساعات عمل أكثر بأجر أقل ومتناقضة تكفي للحصول على ضروريات المعيشة فقط للمحافظة على استمرار زيادة أرباحهم (فائض القيمة) وهو ما يؤدي إلى ضعف الطلب واختلال بين الإنتاج والاستهلاك، ومن ثم ظهور الأزمات. ويضيف "ماركس" أن السعي لتعظيم الأرباح سيدفع الرأسماليين، في ظل الحرية المطلقة، إلى زيادة الاستثمارات للاستفادة من مزايا الحجم الكبير وتركز رؤوس الأموال في يد طبقة قليلة من الرأسماليين، وهو ما يؤدي في النهاية إلى زيادة الإنتاج وتجاوزه للاستهلاك، والتي تقود إلى اختلال اقتصادي بين الوظائف الاقتصادية، ومن ثم تظهر الأزمات المالية والاقتصادية وتسود البطالة.¹

¹ ليب شقير، تاريخ الفكر الاقتصادي، نضمة مصر للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1988، ص ص 121-138.

ثالثاً: تفسير النظرية الكينزية للأزمة المالية: على الرغم من دفاعه عن النظرية الكلاسيكية في بداياته إلا أن "جون ماينر كينز" عاد لينتقدها في كتابه "النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود" في سنة 1936. قدم "كينز" نظريته لتفسير الأزمات بالاعتماد على الكفاية الحدية لرأس المال التي تلعب دوراً هاماً في تحديد ما يقام من استثمارات، حيث تتوقف على نوعين من العوامل؛ عوامل موضوعية أكيدة (مقدار الآلات والاستثمارات الموجودة في الاقتصاد) وعوامل شخصية نفسية توقعية تعتمد على مزاج المنظم (تشاؤم ومتفائل). نظراً لاعتماد الكفاية الحدية على عوامل نفسية، فإن الطلب على السلع الاستثمارية يتميز بتقلبه الشديد والمتكرر، الأمر الذي يسبب اختلال بين الاستثمار والإنتاج من جهة والادخار والطلب الاستهلاكي من جهة أخرى، والتي تتسبب في حدوث أزمات اقتصادية. أضاف "كينز" أن الاختلال بين الادخار والاستثمار الذي يمكن أن يحدث في ظل العمالة الناقصة يعد أحد أسباب الأزمة المالية، فارتفاع الدخل قد لا يتحول كلياً وتلقائياً إلى طلب استهلاكي (طلب فعال) ولكن يمكن أن يضيع في صورة مدخرات غير مستثمرة (تفضيل السيولة)، كما أن زيادة الناتج والعمالة والدخل تقلل من ما يستهلك (الميل الحدي للاستهلاك) وتزيد الادخار محدثة فجوة بين الادخار الذي يتحول إلى استثمار ومن ثم الإنتاج والاستهلاك، حيث تقود الاختلالات السابقة إلى حدوث أزمة اقتصادية.¹

رابعاً: تفسير "هايك" للأزمات المالية: يرى "هايك" أن الأزمات المالية هي تحصيل للإفراط في التزمّل أي الإفراط في الإقراض، الأمر الذي يرفع من هشاشة المشاريع الاستثمارية ويجعلها أكثر عرضة وحساسية لتقلب الأسعار، تزول معها تأثير الآليات المنظمة للسوق التي دافع الكلاسيك عن وجودها وفعاليتها. يؤدي التوسع في الإقراض لغرض تمويل الاستثمارات إلى زيادة كمية النقود في السوق والتي ترفع بدورها الأسعار، حيث تدفع الأخيرة العمال إلى المطالبة بزيادة أجورهم الاسمية لتحسين أجورهم الحقيقية فينتزب على تحقيق مطالب العمال في رفع أجورهم الاسمية زيادة الطلب الاستهلاكي ومن ثم الأسعار. علاوة على ذلك، يؤدي ميل المستثمرين إلى زيادة الإنتاج إلى ارتفاع الطلب على السلع الوسيطة التي ترتفع أسعارها، الأمر الذي يرفع من أسعار السلع النهائية. نتيجة لارتفاع الضغوط التضخمية وزيادة ضبابية المناخ الاستثماري، تستجيب البنوك عادة بتخفيض أو وقف التوسع في الإقراض في نفس الوقت الذي قد تقوم فيه السلطات النقدية باتخاذ تدابير لكبح التضخم؛ كرفع سعر الفائدة، ما ينعكس على تكاليف التمويل التي ترتفع وعلى الطلب على السلع الوسيطة الذي يزداد، ومن ثم الأسعار التي تنخفض، وقد أطلق "هايك" على هذه المرحلة بالحاجز النقدي. يشجع تراجع

¹ جون كينيث جالبريث ترجمة احمد فؤاد بليغ، تاريخ الفكر الاقتصادي: الماضي صورة الحاضر، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، سبتمبر 2000، ص ص 249-252.

الأسعار على ارتفاع الطلب الاستهلاكي والذي يصطدم بانكماش بنية الإنتاج، الأمر الذي يقود إلى نشوب أزمة.¹

خامسا: تفسير المدرسة النقدية للأزمة: في الوقت الذي هيمنة فيه أفكار المدرسة الكينزية على السياسات الاقتصادية للدول لتحقيق الاستقرار المنشود، عارض "فريدمان" بأرائه، التي شكلت أساس مدرسة النقديون، افتراضات الكينزيون، حيث رأى أن:

- الاقتصاد أكثر استقرارا عن ما افترضه الكينزيون بسبب مرونة الأسعار والأجور التي تولد قوى التصحيح الذاتي، بحيث أن كل مظهر لعدم الاستقرار يكون غالبا نتيجة التدخل الحكومي.

- السياسات النشطة تؤدي أكثر مما تنفع، وخير السياسات هي تلك التي تنزك الاقتصاد يعمل دون تدخل خارجي.

- تعتبر النقود أهم المتغيرات الاقتصادية، فهي تؤثر على التضخم في المدى الطويل، ولكن من الممكن أن تؤثر على المتغيرات الاقتصادية في المدى القصير. يرى "فريدمان" ومعه النقديون أن النقود تمتلك قوة تأثير كبيرة، بحيث لا تسمح للسلطات النقدية عادة بالمجازفة فيما يتعلق بأي تغيير في معدل نموها. ولما كان الاقتصاد عموما يعمل قريبا من معدل الناتج الطبيعي، فمن المتوقع أن ينزب على سياسات الاستمالة أثر مزاحمة في المدى القصير وتضخم في المدى الطويل، بحيث أن التكلفة التي يتحملها المجتمع في المدى الطويل بسبب التضخم ستفوق الفوائد المؤقتة للسياسة التوسعية، فزيادة عرض النقود لا تؤدي فقط إلى زيادة التضخم ولكن الناتج الحقيقي أيضا سينخفض في المدى الطويل، والأسواق سوف تعمل بكفاءة أقل، وهي كلها أسباب وجيهة لحدوث الأزمة. لمنع مثل هذه التقلبات، ينادي النقديون بإتباع قواعد ثابتة من خلال تثبيت معدل نمو عرض النقود، إهمال أسعار الفائدة، وتحقيق التوازن في الموازنات الحكومية خلال الدورة الاقتصادية.²

سادسا: التفسيرات الحديثة للأزمة المالية: نالت محاولات تفسير الأزمات المالية نصيبا هاما من اهتمام المفكرين المعاصرين، انبثق عنها تفسيرات حاولت التنظير للأسباب المسئولة عن ظهور الأزمات المالية. من بين التفسيرات الحديثة التي ظهرت لتفسير الأزمات المالية هناك نظرية "الدومينو" أو نظرية "التتابع في السقوط" التي

¹ محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية "حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية 2007-2008"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (رسالة غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر 2016/2015، ص 71.

² سامي خليل، نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، مطابع الأهرام، مصر، 1994، ص 751-756.

ترى أن من شأن المشاكل والصعوبات التي تواجه أحد البنوك أو المؤسسات المالية أن ينتقل عدوها إلى باقي مكونات النظام المالي ومن ثم النظام الاقتصادي، وهو ما يهدد استقرار النظام المالي والاقتصادي. إضافة إلى نظرية "الدومينو"، جاءت نظرية "المباريات" أو ما يعرف "بمباريات التنسيق بين صناع القرار (اللاعبين) في الأسواق المالية"، حيث توقع أن العلاقة الموجبة بين قرارات المستثمرين من شأنها أن تجعل قرارات المنافسين من المضارين أو المستثمرين تتأثر بقرار أحدهم، وقد أكدت دراسات "كروجمان" ذلك وبينت تأثير توقعات أحد المتعاملين في أسواق الصرف بخصوص الاتجاهات المستقبلية لأسعار صرف العملات.

على خلاف كثير من النظريات التي تفترض كفاءة الأسواق ورشادة التوقعات (نظرية التوقعات الرشيدة) افترض "مينسكي" في نظريته عدم استقرار النظام المالي وهشاشته بسبب الإفراط في الإقراض والاقتراض (الديون) إلى مستويات خطيرة تنعكس سلباً على أداء واستقرار الاقتصاد الكلي، الأمر الذي يستوجب التدخل الحكومي لضبط عمل النظام المالي. في مرحلة الانتعاش والتوسع التي تلي مرحلة الركود والكساد، تسود حالة من التفاؤل لدى الشركات وترتفع التوقعات بزيادة الأرباح تنعكس في ارتفاع طلبات التمويل والاقتراض، حيث تنتقل عدوى التفاؤل إلى المؤسسات المالية التي تستجيب وتحاطر برفع إقراضها والاقتراض دون دراسة سليمة لقدرات المدينين على سداد مديونيتهم في المستقبل في سعيها لتعظيم الأرباح، الأمر الذي ما يرفع من هشاشة النظام المالي ويزيد من مخاطره، فبمجرد تعرض أحد الكيانات أو القطاعات الاقتصادية لصعوبات تؤثر على قدرتها في خدمة ديونها تقوم أغلب البنوك بتخفيض إقراضها لتجنب أي ضائقة قد تقود الإفلاس وتزاجع بذلك السيولة المتاحة للاقتصاد، الأمر الذي يضع الاقتصاد الكلي في أزمة.¹

في سبيل استكمال الجوانب الأساسية للأزمات المالية، سنتطرق فيما يلي إلى أنواع الأزمات المالية التي اجتاحت الاقتصادات خلال التاريخ الاقتصادي الحديث.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

مع تشابك العلاقات بين القطاعات الاقتصادية وزيادة الاعتماد المتبادل بينها، تعددت الأزمات المالية أصبح معها يصعب في كثير من الأحيان التفرقة بينها وتحديد نوعها بشكل واضح. وعموماً، تصنف الأزمات المالية إلى ما يلي:

¹ نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص 34-36.

الفرع الأول: أزمة المديونية الداخلية والخارجية

تظهر أزمة المديونية الخارجية عند عجز الدولة المدينة عن تحمل أعباء ديونها الخاصة أو العامة المستحقة للأحزاب، والتي تؤدي إلى وضعها في حالة عجز مؤقت أو دائم عن سداد التزاماتها، الأمر الذي يدفع دائئها إلى الامتناع عن إقراضها مجددا والبحث عن طرق لاستزجاع الديون القائمة. عادة ما يؤدي توقف الدول المقترضة عن السداد إلى انتشار المخاوف في الداخل والخارج، ما يعطي إشارة قوية للمضاربين للهجوم على العملة ويدفع المستثمرين إلى التردد أو الامتناع عن الاستثمار، ما يسبب تراجع حاد في تدفق رؤوس الأموال والإنفاق الاستثماري ويعجل بظهور أزمة بنكية أو أزمة عملة.¹

يرجع السبب الرئيسي لظهور الدين الخارجي إلى الاختلال الحاد في الميزان التجاري، حيث يدفع النزاع المستمر في صافي حصيلة الصادرات أو الحاجة إلى تمويل الاستثمار في ظل فجوة الادخار إلى اللجوء إلى الاقتراض الداخلي والخارجي بالعملة الأجنبية لضمان استمرار تدفق السلع والخدمات ورؤوس الأموال. في سبيل الحصول على قروض جديدة، قد تضع الجهات المقرضة شروطا قاسية على الدول المقترضة في الوقت الذي ترتفع فيه معدلات التضخم المحلية، ما يخفض من قيمة العملة المحلية ويرفع من تكلفة الدين الخارجي المقوم بالعملة الأجنبية إلى مستويات تضطر فيه إلى السحب من عوائدها الجارية والضغط على وارداتها من السلع الرأسمالية، ما يؤدي إلى نقص حاد في السيولة والإخلال بالتزاماتها بسداد الديون وفوائدها في آجال استحقاقها، وتظهر معها أزمة الدين الخارجي.² أما بالنسبة لأزمة الدين العام المحلي، فتحدث عندما لا تستطيع الحكومات أن تفي بالتزاماتها المحلية بالعملة المحلية إما عن طريق التخلف عن السداد، أو تضخيم وتخفيض العملة، أو باستخدام أحد أشكال القمع المالي.³ وعليه، تدفع الأحداث السابقة إلى تهئية الظروف لظهور الأزمات البنكية، حيث أبانت التجارب التاريخية على ارتباط الأزمات البنكية بارتفاع حالات التخلف عن سداد الديون الخارجية.⁴

وفي سياق أسواق الائتمان الداخلية، يمكن التمييز بين نوعين من التخلف عن الدفع:

– تخلف بالسيولة، وفيه يعجز المدين عن السداد؛

¹ نادية العقون، أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها، المرجع السابق، ص 91.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص 24.

³ Stijn Claessens & M. Ayhan Kose, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper N°28, January 2013, p 12.

⁴ Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, Banking Crises : An Equal Opportunity Menace, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14587, December 2008, p 08.

- التخلف الاستراتيجي، وفيه يكون المقرض قادرا ولكن غير راغب في الدفع، وإذا لم يترتب عن ذلك عقوبات على العجز؛ كالحجز على الأصول، فلن يستمر المقرض بالإقراض. يختلف الدين المحلي عن الخارجي في كون المقرض لا يمكنه الحجز على أصول المدين السيادي، ولذلك يتم اللجوء إلى جعل العقود مكلفة لإعادة التفاوض، ما يسمح للمقرض بكبح العجز الاستراتيجي وأن تفرض قيودا على سلوك المدين، بحيث لا يبقى التخلف استراتيجيا.¹

الفرع الثاني: أزمة العملة

تحدث أزمة العملة عند تراجع سعر الصرف الاسمي للعملة إلى عتبة حرجة بنسبة 25% على الأقل خلال ربع سنة، ويتجاوز معها معدل الانخفاض عن الربع السابق بهامش لا يقل عن 10%. تؤثر التغييرات في سعر الصرف الاسمي بشدة على القدرة الشرائية للعملة ومن ثم على سعر الصرف الحقيقي، وبالتالي قدرتها على لعب دورها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة.² غير أنه يستثنى من الحالة السابقة بعض الانخفاضات الكبيرة التي تحدث خلال فترات التضخم المرتفعة،³ وقد يكون الانخفاض في العملة كبيرا ويتجاوز الحدود الحرجة ليصبح الحديث عن انهيار العملة. يؤدي التدهور والاختلال في الميزانيات العمومية نتيجة تزايد حدة التباين إلى إضعاف القدرة على امتصاص صدمات تراجع تدفقات رأس المال والتجارة من دون إدخال تعديلات على أسعار الصرف والفائدة. تعتبر مشاكل الميزانية العمومية إحدى مظاهر ضعف الاقتصادات الوطنية وتنشئ أساسا من القروض المتعثرة، حيث أن ارتفاع هذه القروض من شأنه أن يحد من فعالية جهود السلطات النقدية عند رفع أسعار الفائدة للحفاظ على قيمة العملة من التدهور، وتحقيق الاستقرار المالي الخارجي.⁴

ترجع حملات المضاربات على العملات عادة إلى تزايد الشكوك حول رغبة الحكومة في الحفاظ على سعر الصرف، والرغبة في جني مكاسب كبيرة من انهيار قيمة العملات وتحمل تكاليفها العالية، تغذيها تدهور الثقة في

¹ Michael P. Dooley & Sujata Verma, Rescue Packages and Output Losses Following Crises, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, pp. 127-130.

² Yung Chul Park & Jong-Wha Lee, Recovery and Sustainability in East Asia, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, p 278.

³ Michael M. Hutchison, A Cure Worse Than the Disease ? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, p 328.

⁴ Rudi Dornbusch, A Primer on Emerging-Market Crises, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002, pp. 743-752.

اقتصاد تديره حكومة تفتقر إلى القدرة والاحتياطيات للدفاع عن سعر الصرف، حيث لا يلاحظ المضاربون أي إشارة من جانب البنك المركزي لاستخدام احتياطياته أو التزامه بالمعدلات الثابتة بالكامل. في الواقع، يمكن للبنك المركزي توظيف عدد من الأدوات المتاحة واتخاذ إجراءات لمواجهة هجوم المضاربة، فقد يتدخل في الأسواق الفورية والآجلة ويمكن تمويل تدخلاته من احتياطياته الخاصة أو اقتراض احتياطيات، كما يمكنه تقييد الائتمان المحلي للمضاربين أو فرض احتياطيات على الودائع على القروض المحلية بالعملة المحلية غير المقيمين، أو رفع سعر الفائدة على ما يقترضونه لرفع تكلفة المضاربة، ويمكن أن يكون الارتفاع حادا إذا كان الأفق المتوقع لانخفاض العملة قصيرا للغاية.

يمكن للبنك المركزي توظيف صلاحياته في فرض رقابة على الائتمان لمقترضين معينين أو على عمليات صرف أجنبي أخرى (كمقايضات العملات الأجنبية)، حيث يطلق على إستراتيجية السماح بارتفاع أسعار الفائدة للحد من الطلب على المضاربة أو استخدام الاحتياطيات لمواجهة الطلب أو مزيج منهما بإستراتيجية "الاقتراض الدفاعي" والتي عادة ما تكون مكلفة (تكلفة الفائدة على الاقتراض)، فإذا تم الدفاع عن السعر بنجاح فسيتم عكس تدفقات الاحتياطيات التي تمت خسارتها في الهجوم بحيث يمكن تسديد ما اقترض بسهولة.¹ غير أن الرفع الكبير لسعر الفائدة للدفاع عن العملة قد لا يأتي بالنتائج المرجوة، إذ قد يتسبب فورا بعمليات بيع كبيرة للعملة الضعيفة.² عموما، إذا حدث تخفيض في قيمة العملة بعد خسارة الاحتياطيات فإن كل المكاسب الرأسمالية ستؤول لصالح المضاربين، وعلى نحو مماثل فإذا لم يحدث الانخفاض في قيمة العملة فإن عبء الدفاع عن العملة من خلال رفع أسعار الفائدة المحلية سيتحمله القطاع الخاص إذا تم تشديد السياسة النقدية في الوقت الذي يولد ذلك الارتفاع أرباحا للبنك المركزي.³

تأتي حملات المضاربة أيضا من قصور مفرط في إدارة عجز الميزانية ولجوء الحكومة إلى تمويله بقروض من البنوك العاملة (القمع المالي) أو البنك المركزي، وسمح الأخير بارتفاع نمو النقود واعتماد نظام سعر صرف جامد وهشاشة قطاع المال والأعمال نظرا لارتفاع خصوم الشركات والبنوك العاملة المقومة بعملات أجنبية نتيجة الإفراط

¹ Allan Drazen, Interest Rate Defense against Speculative Attack as a Signal. A Primer, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, pp. 38, 46, 47.

² Peter M. Garber & Michael G. Spencer, Dynamic Hedging and the Interest Rate Defense, the Microstructure of Foreign Exchange Markets, National Bureau of Economic research NBER, January 1996, pp. 223-224.

³ Fabio C. Bagliano & Others, Heterogeneous Behaviour in Exchange Rate Crises, The Microstructure of Foreign Exchange Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 1996, p 229.

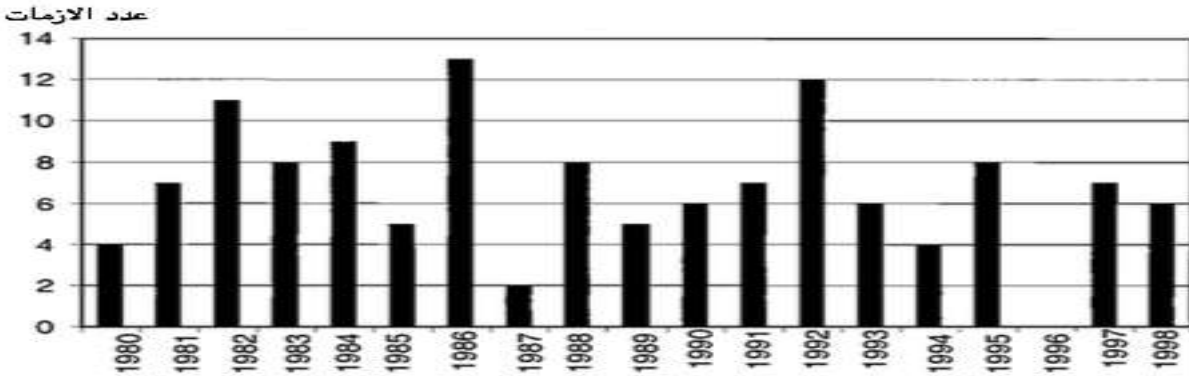
في الاقتراض والاستدانة، ما ينتج عنه احتلال حاد في الرافعة المالية إضافة إلى التوقع بقيام مستثمرين آخرين بتنظيم حملة مضاربات. في إحصائية لعدد أزمات العملة، يتضح جليا ارتفاع عددها خلال الفترة 70-1997 لتصيب 99 دولة، وهو ما يعادل في المتوسط 1,86 أزمة لكل دولة، خضعت 72 منها إلى المشاركة في برنامج صندوق النقد الدولي. تعتبر تلك الفترة هي التي شرعت فيها الدول النامية ومعها بعض الدول المتقدمة بتحرير أنظمتها المالية كأحد المتطلبات الأساسية لجذب الاستثمارات الأجنبية، والتغلب على معضلة ضعف الاستثمارات المحلية وانخفاض كفاءة اقتصاداتها.

إضافة إلى العجز الحكومي الكبير، يمكن أن تحدث أزمات العملة بسبب الصدمات الخارجية (قد تكون أزمة عملة في دولة أخرى) التي قد تؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات المحلية في الأسواق الدولية، فإذا ظل سعر الصرف دون تغيير فستنخفض الأسعار. لمساعدة الشركات على تخفيض التكاليف واستعادة حصتها في الأسواق الخارجية بما يسهم في دعم العملة، قد تجبر الحكومات على التخلي المفاجئ عن سعر الصرف الثابت مما يتسبب في انهيار الثقة في الأنظمة المالية ووقوع أزمة عملة. خلال أزمة العملة، تتعمق حالة عدم التأكد بخصوص سعر الصرف الحالي والمتوقع معرضا بذلك المصدرون والمستوردون والمستثمرون الأجانب إلى مخاطر أكبر لسعر الصرف، تدفع بهم إلى تخفيض أعمالهم لتقليل حدة انعكاسات تلك المخاطر عليهم. في النتيجة، قد يكون لأزمات العملة أثارا سلبية على الصادرات والواردات على المدى القصير، وعلى المدى الطويل يستعيد السوق توازنه تدريجيا، ومع ذلك قد لا تعود الصادرات والواردات ومعها الاستثمارات إلى سابق مستواها. إذا كان انخفاض قيمة العملة متوقعا، فبإمكان المستهلكين تخفيض حيازتهم للنقود أو تبديل العملة المحلية بعملات أخرى أقوى ثم عكس العملية عند ارتفاع قيمة العملة، وفي حالة وجود قيد الدفع المقدم فسينخفض الاستهلاك في فترات انخفاض العملة بعد تخفيض حيازة النقود.

وعليه، من المتوقع أن تؤدي الأحداث السابقة إلى انخفاض الاستيراد، فإذا كانت المرونة السعوية للطلب على الصادرات أكبر من الواحد فإن قيمة الصادرات سترتفع في المدى القصير. يوضح الشكل رقم (2-1) عدد أزمات العملة التي اجتاحت العالم خلال الفترة الممتدة من سنة 1980 إلى 1998، حيث وصل عددها إلى 128 أزمة وصلت ذروتها في سنوات 1982، 1986، و1992 بمعدل سنوي يفوق عشر أزمات.¹

¹ Zihui Ma & Leonard K. Cheng, The Effects of Financial Crises on International Trade, International Trade in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 14, August 2005, pp. 259-263.

الشكل رقم (2-1): تطور أزمات العملة خلال الفترة 1980-1998



Source : Zihui Ma & Leonard K.Cheng, The Effects of Financial Crises on International Trade, International Trade in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 14, August 2005, p 262.

الفرع الثالث: الأزمة البنكية أو أزمة الذعر المالي

تواجه البنوك أحيانا صعوبات خطيرة نتيجة ارتفاع حجم الأصول الرديئة إلى مستويات حرجة تمس بقدرة المؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها، ويزيد في تأزم الوضع قيام بعض الجهات (وكالات إعلام وهيئات مختصة) بالمبالغة في نشر المعلومات والتقارير حول الوضعية الصعبة للبنوك، وهو ما يرفع من حجم الشكوك حول الصلابة المالية للنظام المالي مطلقا بذلك موجة ذعر وسط أصحاب الودائع والمستثمرين يتبعها تدافع لسحب مفاجئ ومكثف للودائع من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى والتخلص من أسهمها، والذي يصطدم بعجز البنوك عن الوفاء بالتزاماتها والامتناع عن تلبية طلبات السحب الكبيرة. تؤدي الأحداث السابقة إلى إفلاس البنوك وانفجار أزمة مصرفية، تستدعي تدخل عاجل من الحكومة والسلطات النقدية لإنقاذ المنظومة البنكية والمالية بغلق بعض البنوك أو تجميد وضم الودائع، أو إطلاق حزمة مساعدات وإصلاحات تستهدف تأمين البنوك المفلسة، أو شراء الأصول المسمومة وغيرها.¹

نظرا لوضع البنوك كمؤسسات مالية رائدة في مجال الإقراض وأساسية لعمل النظام المالي والاقتصادي، فإن أي تعثر أو أزمة قد تعترض أعمالها لابد وأن ينتج عنها بعد فترة زمنية قصيرة تقلب وعدم استقرار باقي المؤسسات والقطاعات الاقتصادية الأخرى. في حالة الانتعاش، تتحسن الدخول الفردية ويرتفع الميل نحو الادخار ومعه الإيداع لدى البنوك، وفي نفس الوقت يكثر الطلب على مختلف أنواع القروض فتستجيب البنوك وترفع من حجم إقراضها، وقد تتمادى في إقراض القطاع الخاص دون مراعاة لاعتبارات السلامة في نشاطها الائتماني. في زخم الانتعاش والتحرير المالي المفرط، تتجه البنوك، في سبيل رفع رقم أعمالها وأرباحها، إلى التوسع في الإقراض مع

¹ نادية العقون، أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها، المرجع السابق، ص 91.

إهمال عنصر الأمان في توظيفها لأموال مودعيها من حيث حجم ونوع الضمانات الكافية، وعنصر السيولة من حيث حيازة تشكيلة وتوليفة متكاملة من الأصول المناسبة التي تسهل من قدرة البنك على إسالة جزء منها بسرعة لمواجهة حركات السحب، وعنصر التوازن بين الأنشطة والعمليات المختلفة، إضافة إلى عنصر التناسب والتوافق بين إجمالي التسهيلات الائتمانية والقروض الممنوحة وآجال استحقاقها وبين إجمالي موارد البنك ومدى استقرارها وآجال استحقاقها، حيث يزتب على ذلك جملة من المخاطر، هي:

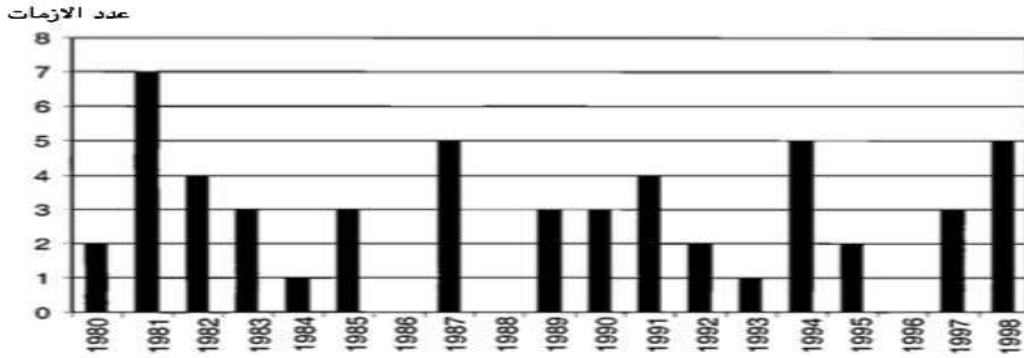
- ارتفاع مخاطر الائتمان والإقراض البنكي الناشئة عن ارتفاع مخاطر السوق؛
- انتشار بعض الظواهر الخطيرة؛ كالتوسع الرأسي في الإقراض، بتكيز نسبة كبيرة من الإقراض والائتمان المصرفي في عدد محدود من العملاء على حساب التوسع الأفقي في الائتمان؛
- ارتفاع حالات عجز المدينين نتيجة ارتفاع عدد حالات الإفلاس العمدي وغير العمدي، وهو ما يرفع من أزمة الديون المتعثرة لدى البنوك ويعظم من مخاطر الأعمال التي تدفع برؤوس الأموال الأجنبية إلى هجرة السوق المحلي.¹

يعتبر وجود البنوك أمراً حيويًا لإدارة المخاطر وتحسين الرفاهية الاقتصادية، فخيرتها تسمح لها بتوقع سلوكيات عملائها فتستخدم الودائع المستقرة في مشروعات طويلة الأجل. بظهور أزمة بنكية قبل نضج المشاريع تتضاءل إمكانية تحقيق الرفاهية ويعاني الجميع من الخسائر، فضعف سيولة المشاريع الطويلة الأجل لا يسمح للبنوك بالاستجابة لكافة طلبات السحب، ويبقى جزء كبير من تلك الطلبات غير قابل للاستجابة إلى أجل غير محدد. مع انخفاض الدخل نتيجة توقف المشاريع وارتفاع عمليات تصفية البنوك للمشاريع القائمة قبل نضجها ينخفض الطلب المحلي على السلع المستوردة سواء من الأفراد أو المشاريع التي تستخدم سلع وسيطة مستوردة، وفي المحصلة تنخفض الصادرات والواردات ومعهما تدفق الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتبدأ ملامح أزمة ميزان مدفوعات بالظهور.² يعطي الشكل البياني رقم (2-2) عدد الأزمات البنكية في العالم خلال الفترة 80-1998 بمعدل أكبر من خمس أزمات في كل سنة، بمجموع 53 أزمة خلال الفترة.

¹ لمياء عماني، أزمة أسواق المال أو البنوك، مدخل من مداخل عودة الدولة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 59-60، صيف-حريف 2012، ص 26.

² Zihui Ma & Leonard K. Cheng, op. cit, pp. 256-262.

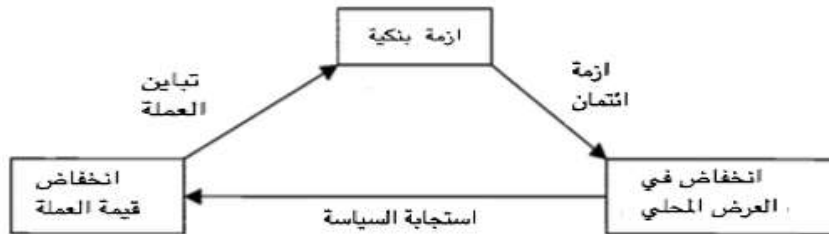
الشكل رقم (2-2): الأزمات البنكية خلال الفترة 1980-1998



Source : Zihui Ma & Leonard K.Cheng, The Effects of Financial Crises on International Trade, International Trade in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 14, August 2005, p 262.

تعتبر مشاكل القطاع المالي وبالأخص البنوك سببا مباشرا ورئيسيا في انخفاض قيمة العملات وظهور أزمات التوأم، حيث ينظر إلى الأزمات البنكية على أنها المحدد الأساسي لعدم استقرار العملة. في حلقة مفرغة يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى تفاقم مشاكل القطاع البنكي وخلق متاعب جديدة بسبب تباين العملة في ميزانيات البنوك المحلية، وتزداد حدة تلك المشاكل إذا كانت البنوك لم تتحوط بشكل كافي لمخاطر الصرف الأجنبي. وبدورها، تدفع مشاكل البنوك المحلية إلى الامتناع عن فتح خطوط إقراض جديدة، ما يؤدي إلى تراجع العرض المحلي عن طريق إحداث أزمة ائتمان. وفي الأخير، يؤدي انخفاض العرض المحلي إلى إضعاف العملة بعد محاولات السلطات المحلية زيادة الإنتاج من خلال انخفاض العملة.¹

الشكل رقم (2-3): حلقة الأزمات البنكية وأزمة العملة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما تم ذكره سابقا.

¹ Olivier Jeanne & Charles Wypolysz, the International Lender of Last Resort. How Large is Large Enough, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, pp. 92, 98.

نظرا لانعكاسات الأزمات البنكية على انكماش النشاط الاقتصادي وآفاق النمو الاقتصادي، فإن معالجتها، رغم صعوبتها، وتسريع وتيرة الانتعاش الاقتصادي واستعادة التوازنات الداخلية والخارجية ينطوي على العديد من السياسات والخيارات التي تتراوح بين كلية (السياسات المالية والنقدية) وجزئية (قواعد كفاية رأس المال ومتطلبات حوكمة الشركات).¹

الفرع الرابع: التوقف المفاجئ أو أزمة الحساب الرأسمالي

يرجع ظهور هذه الأزمات بالدرجة الأولى إلى العوامل الدولية؛ كالتغيرات في أسعار الفائدة الدولية أو انتشار الأصول الخطرة، والتي تتفاعل لينتج عنها توقف مفاجئ في تدفق رأس المال الخاص أو التحول إلى تدفقات كبيرة إلى الخارج، حيث أن التحول المفاجئ في صافي تدفق رأس المال عادة ما يتجاوز 10% من الناتج المحلي في كثير من الدول، فيما بلغت 4% في عدد قليل من الدول؛ كالأرجنتين في الفترة 1995-94.²

تحدث أزمات التوقف المفاجئ عادة في الدول ذات الخصوم الأجنبية الكبيرة نتيجة اعتمادها على الأسواق الخارجية في تغطية عجز مصادر التمويل المحلية، حيث قد تصطدم حاجة الشركات المحلية إلى الاقتراض الخارجي مع انخفاض الائتمان الممنوح بسبب ارتفاع علاوة التمويل الخارجي أو زيادة القيود الإضافية على الإقراض، ما يؤدي إلى تراجع الطلب الإجمالي ومن ثم انخفاض في الإنتاج الكلي، مزيلا بذلك أثر تخفيض قيمة العملة التي تلجأ إليها عادة الحكومات لرفع الصادرات وتخفيض الإنتاج المحلي. إن هذه الميكانيزمات يمكن أن تؤدي إلى جعل الصدمات الصغيرة تتسبب في توقف مفاجئ، ذلك أن أسعار المدخلات المستوردة وسعر الفائدة العالمي يمكن أن تفرض قيودا إضافية على الديون أو رأس المال العامل، ولاسيما عندما تكون مستويات الاقتراض مرتفعة مقارنة بقيم الأصول.³ عموما، يؤدي التغيير المفاجئ في التمويل الأجنبي إلى انكماش حاد في الإنتاج المحلي والإنفاق الخاص، انهيار أسعار الصرف الحقيقية وأسعار الأصول والأسعار النسبية للسلع غير التجارية، تراجع حاد في الائتمان للقطاع الخاص، وهبوط حاد في مؤشرات الأسواق المالية، الأمر الذي يرفع من تكلفة خطط الإنقاذ.⁴

¹ Stijn Claessens & Others, Financial Restructuring in Banking and Corporate-Sector Crises. What Policies to Pursue ?, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, pp. 148-162.

² Enrique G. Mendoza, Credits, Prices, and Crashes : Business Cycles with a Sudden Stop, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002, p 335.

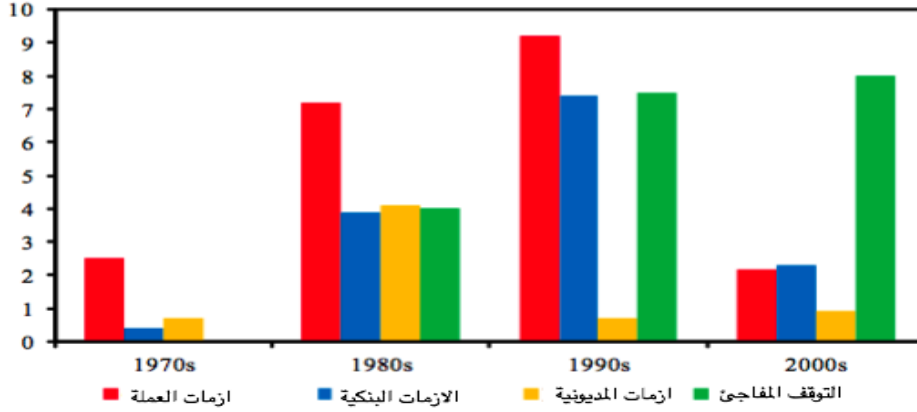
³ Stijn Claessens and M. Ayhan Kose, op. cit, p 13.

⁴ Enrique G. Mendoza, op. cit, pp 335-339.

يظهر الشكل رقم (2-4) متوسط عدد الأزمات المالية خلال عقود من سبعينات القرن الماضي إلى العقد الأول من الألفية الحالية.

الشكل رقم (2-4): متوسط عدد الأزمات المالية خلال عقود السبعينات والثمانينات والتسعينات

وبداية الألفية الحالية



Source : Stijn Claessens & Ayhan Kose, Financial Crises : Explanations, Types, and Implications, International Monetary Fund, IMF Working Paper 13/28, January 2013, p 61.

الفرع الخامس: أزمة الأسواق المالية

تشتهر أزمة الأسواق المالية كذلك بظاهرة الفقاعات، حيث تؤدي المضاربات في الأسواق المالية إلى ارتفاع أسعار بعض الأصول المالية، وخاصة الرديئة منها إلى مستويات غير عادلة وغير مبررة اقتصادياً مستفيدة من السيولة الكبيرة في الأسواق المالية، فتظهر الفقاعات. تنتشر المضاربات على نطاق واسع في الأسواق الناشئة والأسواق التي تعتمد على الحرية الكاملة التي تكون فيها الرقابة الحكومية ضعيفة، حيث يكون الهدف من اقتناء الأصول هو تحقيق أرباح ريعية سريعة على الرغم من المخاطر التي تحيط بالأصول المالية الرديئة، بالاستفادة من ارتفاع الأسعار في المستقبل القريب بدلا من اقتناء الأصول الجيدة لفترات طويلة نسبياً المولدة لدخل مستقر نسبياً، وهو ما يرفع من أسعار الأصول الرديئة ويجعلها تفوق في كثير من الأحيان أسعار الأصول الجيدة. وبذلك ترتفع مخاطر الأسواق المالية على اعتبار أن تراجع أسعار تلك الأصول الرديئة هو أمر محسوم ووشيك، حيث تتوالى عمليات التخلص من تلك الأصول بكميات كبيرة وعلى نحو غير متوقع، فتنشر حالة من الذعر لدى حملة الأصول الأخرى ويؤثر على الأسعار بصفة عامة التي تنهار وتنهار معها القيمة السوقية لتلك الأسواق.

تؤثر أزمة الأسواق المالية عادة على السمعة المالية لدولها وعلى استقرار النظام المالي وبالتالي على القطاع الحقيقي حيث يعقبها انتشار حمى سحب الودائع من البنوك وارتفاع المضاربات على انخفاض العملة، لتتوسع الأزمة إلى أزمة بنكية وأزمة عملة بعد حملة مضاربات ومن ثم أزمة اقتصادية نتيجة شح التمويل.¹

تسمح السيطرة على محفظة مالية كبيرة بالحصول على مراكز مضاربة متفوقة في السوق وتعميق مشكلة عدم تماثل المعلومات، وتعطي القدرة لأصحاب المحافظ الكبيرة على إضعاف الأنظمة واستغلال أي إشارة خاصة لتكوين معتقداتهم حول أساسيات الاقتصاد، ما يسمح لكبار المضاربين بامتلاك تأثير كبير على قرارات البيع والشراء لصغار المضاربين والمستثمرين (سلوك القطيع)، ومن ثم الهيمنة على قرارات السوق واختيار التوقيت المناسب لشن هجمات مضاربة عدوانية. يرجع التأثير الكبير للمضاربين إلى قدرتهم الكبيرة والسريعة على حشد موارد ضخمة من صغار الوكلاء والمستثمرين والبنوك تفوق بأضعاف رأسمهم الأساسي، خاصة وأن الأسواق المالية تتميز عادة بالحرية الكبيرة ومحدودية التأثير المباشر للحكومات نظرا للحجم الكبير للسيولة والمعاملات التي تفوق كثيرا حجم الاحتياطات التي تمتلكها الحكومات، ما يجد من قدرة الأخيرة أمام الهجمات المنظمة من كبار المضاربين ويضطرها للجوء إلى استخدام أدوات السياسة النقدية والمالية التي قد تحمل مخاطر عديدة على الاستثمار والأداء الاقتصادي عموما.²

الفرع السادس: الأزمة النظامية أو الأزمة المالية المزدوجة

تحت ظروف معينة قد تجتاح الدول مجموعة من الأزمات المختلفة في نفس السنة، وقد تتطور إلى أزمة نظامية أو ما يعرف بالأزمات المزدوجة أو التوائم التي يشمل تأثيرها كل القطاعات الاقتصادية بدون استثناء. مع بروز الموجة الثالثة من العولمة المالية مع بداية التسعينات من القرن الماضي، اتسعت حركة التحرير المالي ترتب عليها ارتفاع وتيرة المبادلات البنينة وزيادة تشابك العلاقات والمصالح بين الدول، وبذلك أصبحت كل الظروف متاحة لانتشار الاضطرابات في الأسواق العالمية والمحلية انطلاقا من دولة أو مجموعة من الدول المؤثرة.³

¹ عبد المجيد قدي، المرجع السابق، ص 09.

² Giancarlo Corsetti & Others, The Role of Large Players in Currency Crises, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002, pp. 199, 205, 206, 216, 220, 221.

³ منير الحمش، العولمة الاقتصادية: المفهوم-السمات-التداعيات على الصعيدين المحلي والعربي-الانكسار، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 41، شتاء 2008، ص 91.

لعبت ضمانات الإنقاذ الحكومية الضمنية والصريحة وغياب إطار تنظيمي مناسب وفعال للقطاع المالي دوراً أساسياً في طفرة الإقراض في داخل الدول والاقتراض قصير الأجل من الخارج مع دخول البنوك والشركات في أنشطة على درجة كبيرة من الخطورة، في نفس الوقت الذي يكون فيه الاقتصاد هشاً وعرضة للصدمات الخارجية والانهيار.¹ وبالتالي، بدأت الأزمات النظامية بالظهور والانتشار بسرعة بين مختلف الأسواق والأقاليم من خلال ما يعرف بـ "ظاهرة العدوى المالية" وهو ما يتوافق مع تفسير "مينسكي" للأزمات، بحيث أصبح للأزمات المالية بعد إقليمي وعالمي تعجز معه الجهود الأحادية في معالجة مخلفات الأزمة.

تبدأ الأزمة النظامية بضائقة مالية محلية تتسارع وتيرة انتشارها مع ظهور أزمة عملة ما يؤدي إلى دخول الدول المتأزمة في حلقة مفرغة، حيث أن الاقتراض بعملات أجنبية في ظل تبني نظام سعر صرف جامد أو ضعيف المرونة مع ضعف المؤسسات الإشرافية وتخلف الأسواق المالية لا يسمح للسلطات بإدخال تعديلات سريعة مباشرة للتكيف مع الصدمات وتوفير بيئة مستقرة للاستمرار في جذب رؤوس الأموال، كما أن ضعف خبرة السلطات النقدية وضعف المؤسسات المالية لا يسمح بإدارة السياسة النقدية المناسبة لسعر صرف مرن بسرعة وفعالية، الأمر الذي يرفع من تكاليف الأزمات ويطيل فترتها. في ظل هذه الشروط، فإن التوقعات بأن يسمح البنك المركزي بزيادة مرونة سعر الصرف ستدفع الأعوان الاقتصاديين من المقرضين والمقترضين إلى مراجعة توقعاتهم بشأن سعر الصرف ومن ثم معدل التضخم، وتقلل من الحافز لقبول تدفقات رأس المال الأجنبي المقوم بالعملات الأجنبية، كما يدفع النظام المصرفي إلى خفض الدولارنة ومراجعة المخاطر التي ينطوي عليها عدم تطابق العملات ما يؤدي في النهاية إلى تراجع الاحتياطات الأجنبية لمواجهة أي هجوم على العملة المحلية.²

ساهم تطور وسائل الاتصال والمعلومات في رفع وتيرة عولمة الأسواق المالية التي أصبحت مستقطب رئيسي لرؤوس الأموال الأجنبية الساخنة الباحثة عن تكوين محفظة استثمارية تحقق المكاسب في فترة وجيزة دون التفكير في استقرار الدول المستقبلية، وقد ترتب على ذلك تضخم القطاع المالي وأهمية الأسواق المالية التي أصبحت هي قائدة النمو الاقتصادي وقلب الأنظمة الاقتصادية بفضل توسع وتنوع آليات التمويل وأدوات الاستثمار المستحدثة (المشتقات المالية) التي ضخمت من أهمية السوق الآجل الخاضع لتأثير المضاربات البعيدة عن أساسيات الأسواق. وعليه، أصبح العالم مهياً أكثر من أي وقت لانتقال عدوى الصدمات المالية من مؤسسة

¹ Aaron Tornell, Policy in an Economy with Balance Sheet Effects, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002, pp. 707-708.

² Kenneth S. Rogoff & Others, Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, International Monetary Fund, IMF Working Paper 243, December 2003, pp. 38, 44, 53

مالية إلى أخرى ومن دولة إلى دول أخرى، ما استدعى تدخل الدول بسياسات جد مكلفة من الناحية المالية والاجتماعية لتصحيح الاختلالات والتشوهات التي تطال النظام الاقتصادي، وانتشال السوق من الفشل والإخفاق في تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة.¹ وفي هذا السياق، ويفعل الارتباط الذي أصبح قائما بين مختلف الأسواق، أصبحت فرص تحول أزمة العملة وسعر الصرف أو الأزمة البنكية إلى أزمات نظامية كبيرة جدا ويرجع الفضل في ذلك إلى أثر العدوى المالية التي تعمل على نقل الصدمات من سوق أو دولة إلى أخرى في وقت متقارب، بالاستفادة من وسائل الاتصال ونقل المعلومات المتطورة.² تجدر الإشارة إلى أن الفترة الممتدة من سنة 1970 إلى 1997 شهدت خمس أزمات توأم كانت مزيج من الأزمات البنكية وأزمات العملة،³ حيث تنطوي أزمة التوأم على تكاليف عالية كبيرة ترتبط بإعادة رسملة الأنظمة المالية المتأزمة التي لا يتم تمويلها عادة من خلال إصلاحات مالية واضحة وكبيرة تستهدف تخفيض العجز الحكومي بمزيج من الاستراتيجيات.⁴

على ضوء ما سبق، يمكن القول أن الأزمات المالية، على الرغم من تقاطعها في كثير من النقاط، تتميز بالتعدد والتنوع تبعا لاختلاف الأسباب وطبيعة القطاع المستهدف، وهو ما يجعل من المؤشرات التي تشير إلى قرب ظهور الأزمات المالية عديدة ومتنوعة.

المطلب الثالث: مؤشرات الأزمات المالية

دفعت التأثيرات الخطيرة للأزمات المالية الأكاديميين والباحثين إلى بذل الجهود لوضع مؤشرات يمكن الاستدلال بها للتعرف على قرب نشوب الأزمات. صعب تعقد الأزمات المالية وتعدد أسبابها وتشابكها من وضع مؤشرات محددة وواضحة يمكن الاستدلال بها للتنبؤ بدرجة كبيرة من اليقين على قرب ظهور الأزمات، وبالتالي مساعدة واضعي السياسات وصانعي القرار على معالجة الموقف واتخاذ ما يلزم من تدابير وسياسات اقتصادية كلية لتجنب وقوع الأزمات أو على الأقل تخفيض التكاليف والخسائر. يتوقف اختيار المتغيرات الاقتصادية التي تدخل في تكوين مؤشرات أزمة دون غيرها، والتي تدخل في تكوين نظام الإنذار المبكر، على فهم أسباب الأزمة المالية

¹ لمياء عماني، المرجع السابق، ص 38.

² موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت لبنان العدد 05، 2014، ص ص 167، 168.

³ Zihui Ma & Leonard K. Cheng, op. cit, pp. 259-263.

⁴ A. Craig Burnside & Others, On the Fiscal Implications of Twin Crises, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, pp. 187,188.

ذاتها. وفيما يلي، سنحاول التعرض إلى أهم هذه المؤشرات الاقتصادية التي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بحدوث الأزمات المالية.

الفرع الأول: المؤشرات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية الكلية

تتعدد المؤشرات الاقتصادية الكلية الخاصة بالأزمة المالية، غير أنه يمكن ذكر أهم تلك المؤشرات المتمثلة كالاتي:

أولاً: الارتفاع المستمر في معدل البطالة: بعد فتره من الازدهار الاقتصادي تكون فيها المنشآت قد توسعت في نشاطها ويكون العرض النقدي قد بلغ مستويات خطيرة تهدد آفاق توسع المنشآت واستقرار الاقتصاد، تتدخل السلطات في الدول بسياسات نقدية ترمي إلى ضبط السوق، احتواء تداعيات التضخم، وكبح التوسع النقدي الذي يكون قد تجاوز معدل نموه أضعاف المعدل المسجل في القطاع الحقيقي. من أهم الأدوات التي تتدخل بها البنوك المركزية لإعادة ضبط أوضاع السوق النقدي هناك رفع أسعار الفائدة الذي يتبعه قرار المنشآت بتخفيض الاستثمارات، تسريح جزء من العمالة، وتجميد أي طلب على قروض جديدة. وعليه، تظهر بوادر انخفاض النشاط الاقتصادي الذي يتزامن مع قيام المستثمرين والمضاربين ببيع ما بحوزتهم من أصول، ما يؤدي لاحقاً إلى انخفاض الأسعار وانتشار الاضطراب في مختلف الأسواق المالية وإحجام البنوك عن تزويد السوق بالسيولة تجنبا للإفلاس، وهو ما يشكل عبئا إضافيا يساهم في استمرار انكماش النمو الاقتصادي ومعه الطلب على العمالة.¹

ثانياً: ارتفاع معدل الفائدة على الودائع والقروض المحلية: تدفع الرغبة في تسريع وتيرة النشاط الاقتصادي ورفع معدلات رفاهية المواطنين السلطات النقدية والمالية في الدول إلى تبني سياسات توسعية تهدف إلى تحفيز الطلب الكلي تزامنا مع تحرير تدفقات رؤوس الأموال من قيود كثيرة، حيث يترتب على ذلك تحقيق فائض في عرض النقود يدفع بسعر الفائدة إلى الانخفاض، ما يحفز البنوك على التمادي أكثر في الإقراض وإهمال بعض الضوابط المصرفية والقانونية في توظيفها لأموال مودعيها. غير أن النتائج التي تترتب لاحقاً على تلك السياسات من ارتفاع معدل التضخم وانخفاض العوائد على الاستثمار وظهور حملة مضاربات في الأسواق المالية، تدفع السلطات النقدية والمالية إلى التدخل مجددا لضبط السوق وإعادة توازنه والتي تؤدي إلى انخفاض جاذبية السوق

¹ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001، ص 08.

الاستثمارية وهجرة رؤوس الأموال لها، وذلك باتخاذ كل الإجراءات لامتناس الفائض من العرض والطلب على النقود، ما يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة.¹

تشير التقديرات إلى أن التقلبات في أسعار الفائدة خلال عقد التسعينات من القرن الماضي كانت المحرك المباشر (50% إلى 65%) وراء تدفق رؤوس الأموال إلى الدول النامية.² لقد كانت الدول النامية أكثر مجموعات الدول عرضة للأزمات، فسوء إدارة التحرير المالي وضعف الإشراف المالي وعدم كفاية التنظيمات الاحترازية ساهمت في هشاشة بنوكها ونظامها المالي وزادت من حساسيته للتغيرات، حيث سجل تركيز قروض البنوك في القطاع الخاص وارتفاع قروض البنك المركزي إلى النظام البنكي وارتفاع العرض النقدي بالنسبة للاحتياجات الأجنبية ونسبة الاقتراض الأجنبي إلى الودائع ونسبة القروض إلى الودائع، ما نتج عنه ارتفاع نسبة الانكشاف على خطر تقلب سعر الفائدة.³

تعتبر أسعار الفائدة من أهم أخطار السوق التي وجب على المؤسسات المصرفية التحوط منها بتغطيتها نظرا لأثرها السلبي على قيمة أصول وخصوم البنوك التي يؤدي انخفاض قيمتها إلى تخفيض قيمة حقوق الملكية. فمن جهة، يؤدي الارتفاع في أسعار الفائدة إلى ارتفاع تكلفة الأموال من ودايع وقروض مختلفة، ومن جهة أخرى تتأثر الأصول بذلك الارتفاع، فالعوائد على الاستثمارات والقروض التي سبق منحها بأسعار فائدة ثابتة سوف تنخفض تبعاً لارتفاع أسعار الفائدة.⁴

علاوة على ما سبق، ترفع أسعار الفائدة من تكلفة الإقراض، وهو عامل منفر للاستثمارات تدفع بها إلى الإحجام عن الاقتراض وإلغاء أو تأجيل كثير من المشاريع، وهو ما يترتب عليه تراجع الناتج والدخل القومي وارتفاع مستوى البطالة وتراجع أعمال البنوك. تزامنا مع انخفاض الأصول وارتفاع الخصوم، يصبح المركز المالي للبنوك في وضع صعب، بحيث يصبح رأس المال (حقوق الملكية) غير قادر على استيعاب الخسائر التي تقود بعض البنوك إلى الإفلاس والبعض الآخر إلى تقليص حجم إقراضه للحفاظ على نسبة سيولة تجنبها مخاطر الوقوع في الإفلاس. في ظل هذا الوضع، ينخفض حجم السيولة المتاحة لتمويل الاستثمارات ويتراجع معه الدخل والناتج

¹ ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية: التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة 2005، ص 287.

² شريط عابد، المرجع السابق، ص 50.

³ Asli Demirgüç-Kunt & Enrica Detragiache, Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey, World Bank, World Bank Policy Research Working Paper 3719, September 2005, pp. 09-12.

⁴ منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات، المرجع السابق، ص 228.

القومي، وتتهياً الظروف لظهور أزمة مالية واقتصادية.¹ يمتد أثر التغيير في أسعار الفائدة إلى المؤسسات الأخرى فالارتفاع في أسعار الفائدة يعمل على تخفيض قيمة السندات، وهو ما ينتج عنه تراجع حصيلة بيع السندات وارتفاع التكاليف الثابتة وارتفاع نسبة الرفع المالي، الأمر الذي يخل بالتوازن المالي للمؤسسات ويعطل مشاريعها.²

ثالثاً: ارتفاع معدل التضخم: يعزى ارتفاع معدل التضخم إلى الارتفاع غير المدروس في كمية النقود نتيجة إفراط السلطات النقدية في ضخ النقود دون أن يواكبها توسع مماثل في الطاقات الإنتاجية، ما يؤدي إلى حدوث فائض نقدي يرفع من الطلب والتكاليف، والتي يؤدي بدورها إلى تزايد الضغوط التضخمية. يفقد استمرار ارتفاع مستوى الأسعار النقود أهم وظائفها وهي وسيط للتبادل ومستودع للقيمة، ما يرفع من رغبة الأفراد في التخلي عن النقود ويزيد من الميول لحيازة أصول أخرى تكون أقوى وأكثر استقراراً بما فيها العملات الأجنبية التي تدر عائداً يعوض الزيادة في الأسعار، خاصة في حالات ارتفاع أسعار الفائدة على تلك الأصول.³ تؤدي موجة التخلص من النقود إلى انخفاض حاد في سعر صرفها ما يلحق خسارة بحاملها، ويرفع من أعباء خدمة الديون الخارجية، كما يزيد من أسعار الواردات التي تزيد من تكاليف المنشآت الإنتاجية، وبالتالي انكماش أعمالها في ظل ثبات القدرة الشرائية للأجور.

رابعاً: الارتفاع المفرط في حجم الاستثمارات: تتميز فترات الرواج والتوسع الاقتصادي التي تسبق عادة الأزمة المالية بتدني أسعار الفائدة وارتفاع الطلب نتيجة ارتفاع الدخل القومي، وهو ما يحفز المنشآت على رفع حجم إنفاقها الاستثماري،⁴ حيث تساهم أجواء الانتعاش الاقتصادي في ارتفاع التوقعات بنمو الإيرادات الصافية تحفز معها المنشآت على تنفيذ استثمارات جديدة وتوسيع الطاقات الإنتاجية.⁵ مع اتجاه أسعار الفائدة ومعها تكاليف الاقتراض إلى الارتفاع تتجه تكلفة إيجار رأس المال إلى الارتفاع إلى الحد الذي يساوي أو يفوق قيمة الإنتاج الحدي لرأس المال، وهو ما يجعل من قرار الاستثمار غير مجدي، كما أن تباطؤ وتيرة النمو الاقتصادي التي تسبق انفجار الأزمة بفترة قصيرة نسبياً ستدفع المستهلكين إلى مراجعة توقعاتهم وتخفيض طلبهم الاستهلاكي، وهو

¹ Frederis S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, op. cit, p 233.

² سامي خليل، المرجع السابق، ص 1166.

³ سمير حسون، المرجع السابق، ص 90.

⁴ Plusieurs Auteurs, **Les Désordres de la Finance : Crises Boursières, Corruption, Mondialisation**, Office des Publications Universitaires, Algérie, 2006, p 30.

⁵ مجيد علي حسين و عفاف عبد الجبار سعيد، مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 189.

ما يفرض على المنشآت تخفيض استثماراتها تبعاً لارتفاع التوقعات بانخفاض العوائد على الاستثمار وتراجع الأرباح.¹ وبذلك، ينخفض النشاط الاقتصادي ويتفاقم الاختلال بين القطاع الحقيقي المنتج والقطاع المالي.

خامساً: ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض المحلية: خلال مرحلة الانتعاش الاقتصادي وزيادة السيولة، تحث الطلبات المتزايدة على القروض البنوك على التوسع في إقراض أنشطة بعضها تكون غير منتجة وعلى درجة عالية من الخطورة (القروض العقارية بالدرجة الأولى) مع عدم الالتزام بالضوابط المصرفية السليمة، خاصة مع احتدام المنافسة بين البنوك لتحقيق أرقام مرتفعة وسريعة من حجم الأعمال والأرباح دون امتلاك القدرة على تحقيق رقابة شاملة وفعالة ومتابعة جيدة والتي تنكشف بمجرد دخول مرحلة الركود. تنعكس الظروف السيئة وتراجع مستوى الدخل التي يفرضها الركود الاقتصادي على المدينين المفلسين والمعسرين على البنوك التي يتجمد جزء هام من مواردها المالية ضمن قروض وتسهيلات متعثرة صعبة الاسترداد، وتنخفض إيرادات البنوك ومعها القدرة التنافسية.² عموماً، وبمجرد أن تصبح القروض المتعثرة والمعدومة ذات أهمية في محافظ البنوك فمن المرجح أن تشكل صعوبات جدية كنتيجة لغياب رأسمال واحتياطات كافية لتغطيتها. تدفع الوضعية الصعبة البنوك إلى رفع أسعار الفائدة على قروضها لامتصاص خسائرها، وقد تجذب أسعار الفائدة العالية المقترضين المجازفين الذين لا يستطيعون الحصول على القروض من البنوك التي تتمتع بميزانيات أكثر صحة، وفي حال انتشار أخبار تدهور محفظة البنوك فمن المرجح أن يسحب المودعين أموالهم منها، وتفقد معها البنوك تنافسياتها أمام بنوك محلية وأجنبية أحسن حالاً وأكثر صلابة.³

سادساً: انخفاض في قيمة الاحتياطي النقدي من العملات القابلة للتحويل: تؤدي بعض السياسات النقدية التي تستهدف المحافظة على استقرار سعر صرف إلى رفع أسعار الفائدة، رفع معدل العائد الداخلي والإقبال على العملة للاستفادة من فروق أسعار الفائدة وتحقيق عوائد مجزية دون المساهمة في تحقيق إضافة إنتاجية للدول المستقبلية، الأمر الذي ينتهي بارتفاع قيمة العملة.⁴ غير أن التبعات السلبية لارتفاع قيمة العملة على ميزان المدفوعات قد تدفع المستثمرين إلى تعديل قراراتهم والانسحاب من السوق المحلي والتخلص من كل الأصول

¹ Plusieurs Auteurs, **Les Désordres de la Finance : Crises Boursières, Corruption, Mondialisation**, op. cit, p 31.

² Souhir Slimi, Bank Profitability and the Business Cycle: Evidence from MENA Countries, the Economic Research Forum ERF, Working Paper N°710, October 2012, p 06.

³ Anne O. Krueger & Jungho Yoo, Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002, pp. 604, 605.

⁴ Kheladi Mokhtar, **Introduction aux Relations Economiques Internationales**, Offices des Publications Universitaires, 2010, p 125.

المقومة بالعملة المحلية، والمضاربين إلى المضاربة على انخفاض سعر العملة (ارتفاع سعر الصرف)، وهو ما يؤدي إلى انخفاض حاد في قيمتها. لتجنب مزيد من انخفاض في قيمة العملة تتفادى عادة السلطات النقدية المبالغة في رفع سعر الفائدة لتجنب الإضرار بالاستثمارات، وتفضل التدخل لإعادة التوازن إلى سوق الصرف بضخ كميات كبيرة من احتياطياتها من العملات القابلة للتحويل، وهو ما يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات تجر السلطات في الأخير على تخفيض قيمة العملة أو تعويم سعر الصرف تعويماً حراً دون الاستعداد لذلك.¹

سابعاً: تباطؤ معدل النمو الاقتصادي وتسجيل تراجع في الناتج المحلي الإجمالي: تؤدي السياسات الحكومية التوسعية والتدخلات النشطة إلى مزاحمة القطاع الخاص وتقلص دوره ومكانته. في سبيل تمويل الأنشطة الحكومية، تلجأ الحكومات عادة إلى زيادة الضرائب، ما يرفع من حجم الأعباء على الاستثمارات التي تتراجع بدورها، ما ينتج عنه تراجع في الناتج المحلي الإجمالي ودخول الاقتصاد في ركود. علاوة على ذلك، وفي وجود نظام مالي غير فعال وأسواق مالية صغيرة غير كفؤة، لا يمكن بأي حال أن يسمح لتلك الأسواق بأن تقوم بالوظائف المنوطة بها بفعالية، حيث أن اجتماع تلك العوامل من شأنها أن تتسبب في تراجع الاستثمارات وتعمق الركود الاقتصادي.²

ثامناً: ارتفاع العجز في ميزان الحساب الجاري: تساهم بعض العوامل؛ كارتفاع مستوى الأسعار وأسعار الفائدة وانخفاض أسعار الصرف إضافة إلى ممارسات الشركات الاحتكارية وانخفاض مرونة الهيكل الإنتاجي، في تراجع قدرة المنشآت المحلية على تحفيز الطلب الخارجي على الصادرات المحلية، والذي قد يلغي أو يخفض من الآثار المحتملة للحوافز الحكومية المقدمة لقطاع التصدير، وقد يؤدي إلى عجز الميزان التجاري.³ إضافة إلى ذلك يتسبب قيام السلطات النقدية بتمويل العجز الحكومي الكبير من خلال طرح المزيد من أدوات الخزنة في ارتفاع أسعار الفائدة ومعدل التضخم، والتي تؤدي إلى انخفاض العوائد المتوقعة على الاستثمار ومعها جاذبية الاستثمار في السوق المحلي، ما يرفع من احتمال هجرة رؤوس الأموال، خاصة إذا تزامن ذلك مع رفع الضرائب وتخفيض الإنفاق الحكومي.

¹ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، الطبعة الرابعة، 2010، ص 45.

² Andrea Bassanin & Others, Economic Growth: the Role of Policies and Institution. Panel Data Evidence from OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers N°283, 2001, p 33.

³ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، المرجع السابق، ص 523.

يجبر حلول آجال دفع الفوائد مع الأقساط على القروض الأجنبية التي تم اقتراضها سابقا على استخدام حصيلة الصادرات في دفع الأعباء الخارجية، وهو ما يؤدي إلى تعميق الاختلال في ميزان المدفوعات وتراجع المركز المالي الخارجي والملاءة المالية للدولة المتأزمة، ويجفز على إطلاق حملة مضاربة على العملة المحلية قد تنهار معها على إثر خروج رؤوس الأموال المضاربة منها.¹ ينظر إلى العجز الكبير في الحساب الجاري على أنه أهم العوامل وراء كثير من أزمات العملة في الدول الناشئة خاصة، ولذلك فهو يعتبر أكثر المتغيرات استخداما للتنبؤ بأزمات العملة. أكدت الدراسة القياسية لـ "إدوارد" (Edwards, 2002) والتي شملت عينة من 105 دولة في الفترة 1991-70 على ارتفاع احتمالات نشوب أزمة مالية كلما ارتفع عجز الحساب الجاري الذي يتم تمويله بأدوات تقليدية والمتمثلة في زيادة الدين أو الاحتياطات الدولية، حيث يؤثر العجز الكبير سلبا على الأداء الاقتصادي وعلى الاستثمار الكلي.² تجدر الإشارة إلى أن أزمات العملة التي ظهرت في عقد التسعينات شكلت صدمة مفاجئة للمستثمرين والأكاديميين والمحللين وصانعي القرار، حيث ثبت عجز الأجهزة في الدول والمؤسسات المالية عن التنبؤ بوقوع الأزمات المالية. ولذلك، عكف الاقتصاديين في عدة جهات على تطوير نماذج للإنذار المبكر للأزمات تساعد السلطات المحلية على التنبؤ بقرب نشوب أزمة من خلال مراقبة سلوك المتغيرات، حيث يلاحظ عموما انحراف تلك المتغيرات عن سلوكها المعتاد بفترة تمتد من عام إلى عامين قبل انفجار الأزمات المالية.³

الفرع الثاني: المؤشرات المتعلقة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية

أدى تعدد الأزمات المالية إلى بروز مؤشرات أخرى لها تتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية أهمها:

أولا: انتشار الأصول المالية عالية المخاطر في الأسواق المالية وأسواق رأس المال: شجعت هيمنة المضاربات على الأسواق على الإقبال على الأصول العقارية والأدوات المالية المشتقة من أصول مالية، والتي رفعت من أسعار الأصول الرديئة على حساب الأصول الجيدة. كان التدفق الكبير لرؤوس الأموال الذي أعقب عمليات

¹ مروان عطون، المرجع السابق، ص 45-61.

² Sebastian Edwards , Does the Current Account Matter?, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002, pp. 21,29, 64,66.

³ Sebastian Edwards, Does the Current Account Matter?, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, op. cit, p 21.

التحرير وراء ارتفاع سيولة كثير الأسواق، وقد استثمر جزء كبير من تلك السيولة في إنشاء صناديق مشتركة لشراء الديون التي ساهمت في تضخم القيمة السوقية لكثير من البورصات.¹

رغم إيجابيات ارتفاع السيولة في الأسواق المالية، إلا أن لها كذلك تأثيرا سلبيا على الأسواق نفسها وعلى النمو الاقتصادي، وذلك من خلال الأثر السلبي الذي تخلفه على الادخار وبالتالي الاستثمار. يؤدي ارتفاع سيولة الأسواق المالية إلى ارتفاع العائد على الاستثمار في الأوراق المالية ومن ثم تراجع الميل نحو الادخار من جهة وانخفاض حدة عدم يقين في الأسواق المالية من جهة أخرى، الذي يعمل في اتجاه تخفيض الطلب على الادخار (الأرصدة النقدية لغرض الاحتياط). كذلك، فإن سهولة بيع الأدوات المالية الناتجة عن ارتفاع السيولة في السوق المالي من شأنه أن يخفف من الحافز على تشديد الرقابة على الشركات المصدرة، وهو ما يسمح للأخيرة من الإفلات من الرقابة ويشجع مدراءها على ممارسات سلبية قد ينزب عليها ارتفاع حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات وتفاقم مشكلة تضارب المصالح. يمكن لتطور سيولة الأسواق المالية وارتفاع سيولتها أن تسهم في تراجع نشاط البنوك، فأهمية الأسواق المالية كمصدر تمويل بديل يمكن للمنشآت الولوج إليه بتكاليف قد تكون منخفضة نسبيا عن البنوك، قد يؤدي إلى ارتفاع نسبة المديونية إلى رأس المال، وما ينجر عنها من ارتفاع الرافعة المالية وتراجع الملاءة المالية.²

ثانيا: ارتفاع نصيب وأهمية رؤوس الأموال قصيرة الأجل (الأموال الساخنة): تشكل الأموال الساخنة خطرا على استقرار وسلامة النظام المالي والاقتصادي ككل.³ يحمل الإفراط في الاعتماد على رؤوس الأموال قصيرة الأجل انعكاسات سلبية مباشرة على أهم المؤشرات المالية للمؤسسات المالية وغير المالية، وبالتالي الاختلال المالي المؤدي إلى الإفلاس وضياع حقوق المودعين والمساهمين. فمن جهة، يساهم ارتفاع نسبة مساهمة القروض قصيرة الأجل في تمويل الأصول الثابتة للمؤسسة في تدهور نسب التمويل، وفي هذا إحلال خطير بشرط الملاءمة بين استحقاق الأصول وسيولة الخصوم، كما أن الوزن الزائد للديون قصيرة الأجل يؤدي إلى اختلال الهيكل المالي للمؤسسة، تقلص استقلالية المؤسسات في اتخاذ قراراتها المالية، ويخفف من قدرة أصولها على مساهمة أي التزامات عاجلة أو جارية بالموجودات الجارية من الأصول المتداولة ما يؤدي إلى تدهور نسب السيولة ويضعف المركز المالي الحقيقي للمشاريع. ومن جهة أخرى، ينزب على ارتفاع حجم القروض قصيرة الأجل تخفيض نسبة مساهمة الملاك المساهمون (الملكية) في هيكل تمويل المشروع، حيث ينزب على ذلك ارتفاع نسبة الرفع المالي والتي تحمل في طياتها

¹ لمياء عماني، المرجع السابق، ص32.

² Panicos Demetriades, op. cit, p 06.

³ إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص20.

هشاشة المركز المالي للمشروع وتضاعف احتمال تعرض لصعوبات مالية مفاجئة تؤدي به إلى الإفلاس، يضعف معها الموقف التفاوضي أمام أي طلب للاقتراض.¹ يدفع عدم الملاءمة بين طبيعة وآجال موارد المشروع وتوظيف تلك الموارد الملاءة المالية للمشروع إلى التدهور المفضي للإفلاس.²

يعتبر التطرق إلى المفاهيم السابقة للأزمة المالية جد هام في فهم الأزمات المالية وبالتالي إيجاد الحلول لها إلا أن الوصول إلى فهم كاف للأزمة المالية لا يكتمل دون التطرق إلى الأسباب والظروف التي تتسبب عادة في حدوث الأزمات المالية.

¹ مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2012، ص43.

² سمير حسون، المرجع السابق، ص206.

المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية

تعتبر الأزمات المالية نتاج تضافر وحصيلة تراكمات عدة عوامل، وهي الأسباب التي تقود إلى تفجر الأزمة بعد ظهور مؤشرات كثيرة. أصبحت الأزمة المالية من أعقد الظواهر الاقتصادية نظرا لتعدد الأسباب وتشابكها، حيث يغذي كل واحد الآخر ما يصعب على السلطات ومتخذي القرار تحديد أي الأسباب أولى أن تعالج بالنظر إلى ضيق الوقت وكثرة الضغوط ومحدودية الإمكانيات، وهو ما يجعل من الأزمة عصية المعالجة على المدى القصير والمتوسط. وفيما يلي، سنحاول التطرق بالدراسة إلى أهم أسباب الأزمات المالية.

المطلب الأول: أسباب كلية

تعد حالة عدم الاستقرار التي تعرفها المؤشرات الاقتصادية الكلية وانحرافها من أهم مسببات الأزمات المالية، والتي هي نتاج عوامل داخلية نابعة من انتهاج سياسات اقتصادية كلية محلية غير صائبة، وعوامل خارجية لا دور للدول محل الأزمة فيها وإنما يقتصر دورها على استقبال انعكاساتها وتحمل عبء نتائجها.

الفرع الأول: العوامل الداخلية

من أهم العوامل الداخلية التي تتسبب في توفير الظروف المناسبة للأزمات المالية عدم استقرار الأسعار حيث يؤدي تقلب الأسعار إلى إشاعة حالة من عدم التأكد واليقين حول صلابة النظام المالي وقدرته الحالية والمستقبلية على أداء أدواره بكفاءة وفعالية من جذب الفوائض المالية (المدخرات) وتحويلها في شكل ائتمان مختلف الآجال والقيمة بفعالية مع توفير السيولة عند الحاجة، وهو ما يفقد الثقة في النظام المالي ومن ثم الاقتصادي.¹ يؤدي الارتفاع المستمر في أسعار الأصول المالية إلى ظهور الفقاعات، والتي في أغلبها ارتفاعات غير رشيدة وانحرافات خطيرة تتجاوز المستوى الحقيقي لها، حيث تتبعها تقلبات حادة وانكماش حاد في الأسعار طبقا لنظرية التوقعات الرشيدة،² كما تؤدي التقلبات في الأسعار إلى إلحاق خسائر غير متوقعة بالمستثمرين وحملة الأسهم والسندات. علاوة على ما سبق، تتبنى الحكومات عادة خلال فترات الرواج سياسة مالية توسعية ينتج عنها عجز مالي يمول بصفة رئيسية من طرح السندات (الاقترض) في الأسواق المالية، فينتزب على ذلك تراجع أسعار

¹ نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص15.

² Stijn Claessens and M.Ayhan Kose, op. cit, p 06.

السندات وارتفاع أسعار الفائدة التي تؤدي إلى تثبيط الاستثمار ومزاحمة القطاع الخاص في الحصول على التمويل (أثر المزاحمة) في حال ثبات العرض النقدي، الذي يؤثر بدوره على تنافسية السلع الوطنية واستقرار الميزان التجاري بسبب ارتفاع الضغوط التضخمية وتآكل القدرة الشرائية ومعه قيمة العملة التي يرتفع سعر صرفها في الأجل القصير والطويل.¹ يؤثر ارتفاع سعر صرف العملة على تفضيلات المستهلكين، حيث ينتج عنه ارتفاع الطلب الكلي وتوجهه إلى السلع المستوردة والسلع القابلة للتصدير مما يخلف اختلال ميزان المدفوعات، تقلب سعر الصرف، واتساع الفجوة بين سعر الصرف الاسمي وسعره الحقيقي، وهي من العوامل التي يكون لها انعكاسات سلبية على بيئة الاستثمار التي تؤدي إلى تراجع الأداء الاقتصادي وانتشار البطالة.²

يعتبر ارتفاع معدل التضخم أهم عامل وراء تراجع الاستهلاك الذي يعتبر مقدمة لتراجع الطلب العام بما فيه الطلب على الأصول، كما أن ارتفاع الأسعار عادة ما يجبر البنوك بعد فترة من خفض أسعار الفائدة الاسمية على تكييف أوضاعها برفع أسعار الفائدة للمحافظة على سعر فائدة حقيقي مقبول ومريح، ما ينعكس سلبا على آفاق الاستثمار ومن ثم النشاط الاقتصادي الذي يتراجع.

في أوقات الرواج الاقتصادي، ونتيجة لتبني السلطات النقدية سياسة نقدية توسعية، يشهد معدل نمو النقود والإقراض من البنوك ارتفاعا بالموازاة مع انخفاض أسعار الفائدة، وهو ما يعمل على زيادة النشاط الاقتصادي والاستثمار، فيرتفع الطلب الكلي وترتفع معه أسعار الأصول فوق المستوى الطبيعي المقبول لها. غير أن حالة النشاط لا يمكن أن تستمر لفترة طويلة، حيث تلي فترة النشاط فترة من الركود الاقتصادي تقوم فيها السلطات النقدية باستهداف معدل التضخم للتحكم فيه وتخفيضه بإتباع سياسة نقدية انكماشية تنخفض معها كمية النقود المعروضة وتتراجع آفاق نمو الإقراض البنكي، تليها مباشرة تراجع أسعار الأصول وتنخفض قدرة الأعوان الاقتصاديين على الوفاء بالتزاماتهم وتسديد قروضهم المستحقة للبنوك، وتندهور الملاءة المالية للأخيرة نتيجة ارتفاع معدل القروض المشكوك في تحصيلها (القروض الرديئة) والقروض المدومة بعد إفلاس المقترضين وخروجهم من دائرة النشاط الاقتصادي، وهو ما يعتبر إنذار عن أزمة بنكية وشيكة تعود بالسلب على النظام

¹ عطا بن المسعود وبوثلجة عبد الناصر، أثر مزاحمة الإنفاق الحكومي للاستثمار الخاص، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية بمجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، الجزائر، العدد 07، المجلد 02، 2014، صص 25-28.

² فطيمة حفيظ، الإصلاحات الاقتصادية وإشكالية النمو الاقتصادي في دول المغرب العربي (الجزائر، تونس والمغرب)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2011/2010، صص 132، 133.

المالي والمنظومة الاقتصادية ككل.¹ تجدر الإشارة إلى أنه غالباً ما تعاني الدول التي خبرت نوبات من عدم الاستقرار الاقتصادي من معدلات تضخم مرتفعة للغاية انعكست في انخفاض متكرر في سعر صرف عملتها.² كذلك، يمارس التضخم تأثيره السلبي على النمو الاقتصادي من خلال تخفيض رفاهية الأفراد وخاصة أصحاب الدخل الضعيفة والمحدودة، كما أن ارتفاع الأسعار سيعمل على تخفيض ثروة الأفراد وتراجع القيمة الحقيقية للعملة وتآكل القدرة الشرائية، الأمر الذي يؤدي إلى تراجع المدخرات ومن ثم الاستثمارات وحجم تراكم رأس المال.³

الفرع الثاني: العوامل الخارجية

إضافة إلى العوامل الداخلية، ونتيجة لدخول الدول في علاقات مع دول أخرى واستحالة استغناء الدول عن العالم الخارجي، أصبح للأزمات المالية عوامل خارجية تتسبب في حدوثها وتوفير الظروف المناسبة لنشوبها والتي من أهمها:

أولاً: تدهور شروط التبادل التجاري: يضع تدهور شروط التبادل التجاري واتجاهها لصالح بعض الأطراف الدولة المتأزمة في حالة ارتباك قد تصعب عليها الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، والذي يؤثر بدوره على نشاط موردين آخرين والبنوك الدائنة لهم. في هذا السياق، تشير بيانات البنك الدولي إلى الأثر الذي يساهم به تقلب شروط التبادل التجاري في حدوث الأزمات المالية في الدول النامية، حيث أن ثلاث أرباع الدول النامية التي عصفت بها أزمات مالية كانت قد عانت من تدهور في شروط التبادل التجاري في غير صالحها (بواقع 1%) قبيل الأزمة.⁴ صعب تدني الدخل لكثير من الدول النامية خاصة من الحصول على مزايا التبادل التجاري الحر، ففي الدراسة القياسية لـ "لي و وو" (LI & Wu, 2004) التي شملت 112 دولة في الفترة من سنة 1960 إلى 1998، منها 72 دولة أصبحت أعضاء في "الجات" ومنظمة التجارة العالمية، اتضح جلياً محدودية المنافع المتأتية من تحرير التجارة الخارجية والعملة في ظل انخفاض متوسط الدخل، وذلك على مستوى معدل نمو الناتج المحلي ومخزون رأس المال والواردات والصادرات إضافة إلى الاستثمار الأجنبي المباشر والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج

¹ E. Philip Davis, Asset prices and real economic activity, OECD economics department working papers N°764, OECD publishing, 2010, p 06.

² Kenneth S. Rogoff & Others, op. cit, p 10.

³ فطيمة حفيظ، المرجع السابق، ص ص 137-140.

⁴ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص 20.

حيث تزداد الاستفادة من منافع التجارة الحرة كلما ارتفع الدخل الفردي في الدولة، وهو ما لا تستطيع كثير من الدول النامية تحقيقه. ومما زاد من متاعب صادرات الدول النامية وجود بدائل على منتجاتها وارتفاع حصة الصادرات الموجهة لأسواق الدول المتقدمة إضافة إلى المرونة العالية للطلب على الواردات بالنسبة للدخل، وهو ما يجعل من دورة الأعمال في الدول النامية تقع تحت تأثير عالي للأحداث في الدول المتقدمة، وتغير أسعار الفائدة وأسعار صرف عملاتها.¹

ثانياً: تقلب أسعار الفائدة الحقيقية العالمية: لا يؤثر التغير المستمر الذي يطرأ على أسعار الإقراض من طرف واحد فقط على تكلفة الاقتراض وأعبائه ومن ثم تهديد قدرة الدول المدينة على الوفاء بالتزاماتها المالية بل يمتد أثره إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها.² يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة العالمية في فترات انتعاش اقتصادات الدول الصناعية إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال القصيرة الأجل إلى الأسواق الناشئة وتفضيل الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة في المحافظ المالية للاستفادة من ارتفاع أسعار الفائدة، مما يرفع من المديونية قصيرة الأجل للدول المستقبلية لها، وبالتالي ارتفاع المخاطر الاستثمارية فيها التي تعمل لاحقاً على تنفيذ الاستثمارات الأجنبية وتقليل جاذبية مناخ الاستثمار فيها والتشجع على هجمات مضاربة على عملتها. على إثر عوامة الأسواق والاتجاه المتزايد نحو تحرير رؤوس الأموال، أصبحت أسعار الفائدة على درجة كبيرة من الحساسية والتقلب، فانخفاض أسعار الفائدة في الدول الصناعية خلال فترة ركودها يدفع البنوك عادة إلى البحث عن تحقيق عوائد أعلى على الاستثمار في الخارج ولاسيما الدول الناشئة، ما ينتج عنه تدفق صافي موجب ومتواصل من رأس مال في الدول المستقبلية بفضل ارتفاع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، حيث كانت من العوامل الأساسية التي سرعت من معدل النمو في الدول الناشئة.³ تعتبر تلك التدفقات شديدة الحساسية للعوائد المتوقعة، حيث تحاول رؤوس الأموال الباحثة عن تحقيق عوائد أكبر (الأموال الساخنة) وتجنب أو هجرة الأسواق المحلية بشكل غير متوقع، فيرتب على ذلك تراجع التدفقات النقدية وارتفاع كلفة التمويل.

¹ David D. LI & Changqi Wu, GATT/WTO Accession and Productivity, Growth and Productivity in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 13, National Bureau of Economic Research NBER, January 2004, pp. 139-142.

² أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص20.

³ Carmen M.Reinhart & Vincent Raymond Reinhart, What Hurts Emerging Most ? G3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility ? Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002, pp. 141-146.

ثالثاً: التقلبات الحادة والفجائية في أسعار الصرف الحقيقية: تعتبر التغيرات في سعر الصرف أهم العوامل المؤثرة في تنافسية الصادرات في الأسواق الخارجية والأسواق المحلية، ذلك أن اعتماد ترتيبات أسعار صرف غير قادرة على الصمود أمام المضاربات ولاسيما المرتكزة على عملة معينة أو التعويم المدار، يفرض على الحكومات تطبيق سياسات مالية ونقدية تكون متسقة مع اختيارها ويجبر السلطات النقدية على التدخل للدفاع عن عملتها والحفاظ على قيمتها الحقيقية من خلال رفع أسعار الفائدة المحلية الذي يرفع بدوره تكلفة الاقتراض، وهو ما سيكون له أثاراً قصيرة الأجل ومباشرة على الاستثمارات المحلية والأجنبية وعلى النشاط الاقتصادي مقارنة بالسياسة المالية التي قد تظهر أثارها في آجال تتراوح بين ثلاث و خمس سنوات.¹

يعطي رفع سعر الفائدة المحلي دافعا قويا للأفراد والشركات للتوجه إلى سوق رأس المال الدولي والاقتراض منه، ما ينتج عنه تراكم الالتزامات الخارجية للدولة التي تعمل على تغيير توقعات المقيمين وغير المقيمين بشأن سعر الصرف والتحول نحو حيازة عملات أجنبية أقوى.²

طبقاً لنظرية اختيار محفظة الأوراق المالية، فإن العائد المتوقع للاستثمار في أي دولة، الذي يعتبر محدد رئيسي في قرار الاستثمار إلى جانب المخاطر خلال الفترة القصيرة على الأقل، يبقى مقترناً بالتغير الذي قد يطرأ على أسعار الصرف.³ وعليه، فإن أي ارتفاع قد يطال أسعار الصرف (انخفاض قيمة العملة)، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، سيؤدي لا محالة إلى انخفاض العائد المتوقع على الاستثمار المحلي مقارنة بالعوائد الأجنبية، الأمر الذي يخفض من جاذبية الاستثمار في الدولة المتأثرة بارتفاع أسعار صرف عملتها ويعمل على انخفاض صافي التدفقات المالية. لتجنب ذلك، تضطر السلطات النقدية إلى التضحية برفع أسعار الفائدة لاستعادة العائد المتوقع، ما يرفع من تكلفة الاقتراض بصفة خاصة والتكاليف الكلية بصفة عامة، تضطر معها المؤسسات الإنتاجية إلى رفع أسعار منتجاتها من السلع والخدمات للمحافظة على مستوى أرباحها الذي يغذي ارتفاع معدل التضخم، ويعمل على تدهور القيمة الشرائية للعملة ومن ثم ارتفاع أسعار الصرف طبقاً لنظرية تعادل القوة الشرائية وانخفاض في العائد المتوقع، وبذلك تدخل السلطات النقدية في حلقة مفرغة تعود بالسلب على الاستثمار والاقتصاد.⁴

¹ نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص 15.

² Anne O.Krueger & Jungho Yoo, op. cit, pp. 602-604.

³ سامي خليل، المرجع السابق، ص 960.

⁴ محمود يونس وكمال أمين الوصال، المرجع السابق، ص 200.

علاوة على ما سبق، تمارس تقلبات أسعار الصرف أثرها على النشاط الاقتصادي، ذلك أن اعتماد سعر صرف مغالى سيؤدي إلى تراجع القدرة التنافسية للصادرات في الأسواق الخارجية ومن ثم تراجع الطلب عليها وتحويل نصيب كبير من الموارد الاقتصادية إلى إنتاج سلع غير قابلة للتجارة إضافة إلى ارتفاع تنافسية السلع المستوردة، مما ينعكس سلبا على الأداء الاقتصادي وتراجع مستويات دخول المنتجين وتقلص فرص التشغيل وبالتالي ارتفاع مستوى الفقر واتساع فجوة الدخل.¹

أصبحت التقلبات في أسعار الصرف ذريعة للدول لفرض إجراءات تجارية تقييدية لحماية منتجها المحليين والاستجابة لتغيرات الأسعار، ومن أكثر تلك الإجراءات استخداما هي رسوم مكافحة الإغراق، والتي بادرت بها دول كثيرة لحماية منتجها بفرض رسوم تعويضية لكبح وتيرة الخسائر بدلا من فرض حصص الاستيراد أو حظر الاستيراد.²

رابعا: الإفراط في الاعتماد على الاستثمارات الأجنبية المباشرة: اقتزنت كثير من التجارب التنموية الناجحة لدول ناشئة وأخرى متقدمة باستقطاب كبير للاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث اعتبرت القادرة ليس فقط على جلب الموارد المالية لتكوين رأس المال في البلدان المضيفة، سد فجوة الادخار، تقليل الاعتماد على الاقتراض والمساعدات الأجنبية، تنوع مصادر التمويل، وعدم اللجوء إلى رفع أسعار الفائدة على الودائع لتشجيع المدخرات، بل أيضا تسمح هذه الاستثمارات بتوسع الإنتاج وزيادة الإنتاجية والعمالة والتجارة الخارجية وتحسين ميزان المدفوعات، خاصة وأن الإنتاجية الحدية لرأس المال في الدول النامية عادة ما تكون مرتفعة نتيجة ندرته النسبية مقارنة بعنصر العمل الوفير، وهو ما يشجع على انتقال رؤوس الأموال من الدول المتقدمة إلى الدول النامية.³ علاوة على ذلك، كثيرا ما ينظر إلى الاستثمارات على أنها القناة الناقلة للتكنولوجيا والخبرات الفنية والدراية الإدارية، والتي تلعب دورا حاسما في رفع الإنتاجية وتعزيز التنمية الاقتصادية وإعادة الهيكلة الصناعية بما يرفع من أداء القطاع الصناعي ويحقق التنوع الاقتصادي.⁴ تعتبر الاستثمارات المباشرة في نظر كثير من صانعي

¹ فطيمة حفيظ، المرجع السابق، ص ص 141، 140.

² Thomas J. Prusa, The Growing Problem of Antidumping Protection, International Trade in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 14, National Bureau of Economic Research NBER, August 2005, pp. 330-354.

³ جمال بلخباط، جدوى الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2014-2015، ص ص 89-92.

⁴ Shujiro Urata & Hiroki Kawai, Intrafirm Technology Transfer by Japanese Manufacturing Firms in Asia, The Role of Foreign Direct Investment in East Asian Economic Development, National Bureau of Economic Research NBER, January 2000, pp. 49, 50.

القرار باب الولوج لعصر العولمة وما تتيحه من مزايا تحسين إنتاجية العمالة، توفير النطاق الأمثل للسوق، إطلاق الابتكارات التكنولوجية التي تسمح للهيكلة الصناعي بالتخصص أكثر، وظهور شركات أكبر حجماً وأكثر تخصصاً قادرة على المنافسة وطرد تلك الضعيفة وغير الناجحة، وبذلك يتحسن الهيكل الإنتاجي ويصبح قادراً على إحلال الواردات واكتساب التكنولوجيات والمزايا اللازمة للتصدير، بما يخفف من مشاكل ميزان المدفوعات.¹ يعمل توسيع آفاق السوق المحلي على تشجيع الاستثمارات المحلية ويرفع من حدة المنافسة مع الأجانب بما يؤدي إلى تقريب الأسعار المحلية إلى المستويات الدولية، ويهيئ الشركات المحلية للتأقلم مع تلك الأسعار لدخول المنافسة الدولية، إضافة إلى إتاحة المعلومات وتخفيض نفقات الحصول عليها بشأن وضعية السوق المحلي والأسواق الدولية (نظراً لانتشار فروعها في دول كثيرة)، وتخفيف حدة مشكلة الراكب المجاني.² وعليه، سخرت الدول النامية جهودها لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية وتسهيل عملها، بحيث أصبحت كثيراً من الدول النامية تعتمد عليها كمصدر رئيسي لتسريع النمو الاقتصادي.³

بيد أن تواتر الأزمات في الدول النامية خلال الثمانينات وبداية التسعينات قد أعادت النظر في جدوى تلك الاستثمارات، وارتفعت الأصوات المنادية بالرقابة على تدفقها وإعادة النظر في السياسات التحفيزية لها لاسيما:

- التحرير السريع لنظامها البنكي الذي يفتقر إلى مهارة القراءة السريعة لبيئة الاستثمار والمتغيرات الكثيرة وما يحمله من مخاطر على قدرة البنوك على الفحص الدقيق للجدارة الائتمانية لمدينها؛
- تخفيض سعر الصرف الحقيقي الذي يستهدف رفع ربحية الاستثمارات الأجنبية، ويسهل عليها استخدام الأرباح المحتجزة لتمويل الاستثمارات في الخارج؛
- دفع البنوك المحلية إلى الاقتراض من الخارج أو الاقتراض من البنوك المركزية لها لتوفير قروض بعملات أجنبية قد تستخدم في إقامة استثمارات في الخارج، وهو ما يؤدي إلى استنزاف الاحتياطات الرسمية للدول المستقبلية ورفع مديونيتها الخارجية وزيادة هشاشة الاقتصادات المستقبلية للصدمات الخارجية.⁴

¹ Sung Hee Jwa, Globalization and New Industrial Organization : Implications for Structural Adjustment Policies, Regionalism versus Multilateral Trade Arrangements, NBER-EASE, Volume 6, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997, pp. 320-322.

² Assaf Razin, The Contribution of FDI Flows to Domestic Investment in Capacity, and Vice Versa, Growth and Productivity in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 13, National Bureau of Economic Research NBER, June 2004, p 150.

³ عمر يجاوي، المرجع السابق، ص ص 93-103.

⁴ Assaf Razin, op. cit, pp. 150-152.

رغم الانعكاسات الإيجابية للاستثمارات الأجنبية المباشرة على اقتصادات الدول المستقبلية، إلا أن تدفقها عادة ما يحمل في طياته مخاطر ارتفاع الضغوط التضخمية في ظل عدم كفاية الموارد الحقيقية، حيث تضطر الحكومات المستضيفة في سبيل توفير مناخ استثماري ملائم إلى اللجوء إلى التمويل التضخمي الذي يرفع الأسعار. مما يزيد من مساوئ تلك الاستثمارات هو تسربها إلى القطاعات الخدمية شديدة التقلب والتعرض للصدمات، ما يعرض الاقتصاد ككل للصدمات، لا سيما أن قطاع الخدمات أصبح المساهم الرئيسي في الناتج المحلي لكثير من الدول المستضيفة.¹ يحمل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول المستضيفة التزامات توفير النقد الأجنبي لتحويلات رأس المال والأرباح، وهو ما قد يؤدي إلى استنزاف احتياطات النقد الأجنبي ويلحق أضراراً بميزان المدفوعات، كما أن الإفراط والمجازفة في منح إعفاءات ضريبية لفترات طويلة من شأنه أن يضيق نطاق الوعاء الضريبي ويعرض استدامة الميزانية للخطر. في حالة تبني الدول المستضيفة سياسة توجيه الاستثمارات الأجنبية نحو قطاع أو نشاط معين، من المتوقع أن يغيب التنوع الاقتصادي في الهيكل الاقتصادي ويتحول اقتصاد الدول المستضيفة إلى اقتصاد السلعة أو القطاع الواحد، مما يعرض تلك الدول إلى أزمات أو صدمات.²

مع توسع تجارة الأدوات المالية وزيادة الإقبال على التعامل بها خاصة عقود العملات الأجنبية الآجلة أصبحت العملات أكثر تقلباً وأصبحت تلك العقود سبباً رئيسياً في تقلب العملات وتوجيه أسعارها، حيث تعد الشركات الأجنبية أكبر المتعاملين بتلك العقود والمسئولة عن الارتفاع في تداول العملات. إضافة إلى الأسواق الدولية، مارست الشركات المتعددة الجنسيات تأثيرها على أسعار الصرف عبر قرارات الاستثمار العيني لضمان نجاح مبيعاتها وتخفيض تكاليف النقل، حيث تؤثر تلك القرارات على أسعار الصرف من خلال أثر ارتفاع الإنفاق الاستثماري الذي يميل إلى رفع الإنتاج وأسعار الفائدة وتخفيض قيمة العملة المحلية، غير أن كثرة التقلبات في

¹ جوامع ليبية، أثر سياسات الاستثمار في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية -دراسة مقارنة: الجزائر، مصر والسعودية 2000-2012-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر 2015/2014، ص 31-34.

² أميرة مجري، الاستثمار الأجنبي المباشر خارج قطاع المحروقات ودوره في النمو الاقتصادي -دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 2000/2014-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة 1، الجزائر 2017/2016، ص 47، 48.

أسعار الصرف والفروقات الواسعة في أسعار الفائدة بين الدول قد يجعل من قرارات الاستثمار والتصدير خطيرة وغير مضمونة الأرباح وتشوبها حالة من عدم التأكد.¹

أدى ركود الاقتصاد الأمريكي خلال التسعينات والذي أعقبه تطبيق سياسة نقدية توسعية إلى تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر، ما دفع الأسواق الناشئة المتعطشة لرأس المال إلى الاعتماد بشكل أكبر على مصادر التمويل الأقل استقراراً والمتمثلة في التدفقات قصيرة الأجل في ظل ضعف الادخار المحلي وعدم كفايته.² في سبيل جذب الاستثمارات للعمل في أسواقها، عقدت كثير من الدول النامية ترتيبات التجارة التفضيلية البينية والمبادرات التفضيلية من الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة التي ارتفع عددها بشكل كبير خلال التسعينات، حيث أصبح للدول المنضوية القدرة على الحصول على مزايا عديدة تسهم في استقطاب الاستثمارات الأجنبية.³

غير أن تنامي التكتلات الإقليمية بأشكاله المختلفة وتمادي البعض منها في وضع قيود تمييزية ضد الدول الأخرى مستفيدة من أحكام المادة 24 من "الجات"، قد وضع النظام التجاري العالمي في مواجهة خطر الدخول في الإقليمية المفرطة والتي تهدد بإهدار جهود عقود من التحرير التجاري والرفاه الاقتصادي الذي تحقق بفضل تحرير التجارة والاستثمار.⁴ في هذا السياق، من المتوقع أن يكون للتكتلات الإقليمية آثار تمييزية سلبية على باقي العالم، والمتمثلة في تحويل التجارة والاستثمار بعيداً عن الدول التي لا تنتمي للمنطقة وخاصة الدول النامية حديثة التصنيع التي هي في حاجة ماسة إلى الوصول إلى السوق الأمريكي واستقطاب رأس المال الأمريكي.⁵ في الدراسة القياسية لـ "واي وفرانكل" (Wei & Frankel, 1997) التي استخدم فيها مجموعة بيانات غطت أكثر من

¹Kenneth A.Froot, Multinational Corporations, Exchange Rates, and Direct Investment, International Policy and Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990, pp. 307-331.

² Carmen M.Reinhart & Vincent Raymond Reinhart, op. cit, p 143.

³ John Whalley, Why Do Countries Seek Regional Trade Agreements?, The Regionalization of the World Economy, National Bureau of Economic Research NBER, January 1998, pp. 70-74.

⁴ Jeffrey A.Frankel & Others, Continental Trading Blocs: Are They Natural or Supernatural ?, The Regionalization of the World Economy, National Bureau of Economic Research NBER, January 1998, p 112.

⁵ Honggue Lee, A Prospective on the Effects of NAFTA on Korea, Regionalism versus Multilateral Trade Agreements, NBER-EASE, Volume 6, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997, pp. 223, 224.

ألف زوج من البلدان خلال الفترة 70-1992، تبين أن البلدان المنضوية في اتفاقية الناftا أقل انفتاحا على دول العالم الأخرى مقارنة بتكتلات اقتصادية أخرى؛ كالمجموعة الأوروبية والماركوسور والآسيان.¹ أدت ثورة الاتصالات والمعلومات واتساع هيمنة العولمة على مفاصل الاقتصاد العالمي إلى تشابك العلاقات بين الدول، عولمة الأسواق المالية، تكامل الأنظمة المالية وتضخم أهميتها، وتضخم حجم الأسواق المالية إذ أصبح للأزمات المالية أسباب مالية تضاف إلى الأسباب الكلية، وهو ما يعقد من الأزمة المالية ويصعب من مهمة الباحثين وصناع القرار في وضع الحلول والمعالجات المناسبة للأزمات المالية علاوة على تجنب وقوعها.

المطلب الثاني: أسباب مالية

نظرا لأهمية القطاع المالي، فإن أي اضطراب قد يصيب عمل مؤسساته سيكون له انعكاسات عميقة وسلبية على عمل المؤسسات الإنتاجية التي يصيبها الركود نتيجة تراجع كفاءة المؤسسات المالية في تكوين رؤوس الأموال وتجميع المدخرات ثم استثمارها في قروض تستخدم في تمويل مشاريع إنتاجية. تنبع الاضطرابات عادة من هشاشة المؤسسات المالية التي تؤدي إلى قصور في أداء النظام المالي للمهام المنوطة به، ومن ثم ارتفاع حدة التقلبات وانتشار ممارسات سلبية تؤدي إلى حدوث تقلبات اقتصادية وأزمات مالية. يعزى هشاشة القطاع المالي لاسيما البنوك، إلى عدة أسباب، أهمها:

الفرع الأول: التحرير المالي غير السليم

أدى السعي لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية لتغطية فجوة المدخرات المحلية وتسريع وتيرة النمو الاقتصادي إلى فتح كثير من الدول المجال للمصارف الأجنبية للنشاط في السوق المالي المحلي، وازدادت وتيرة التحرير بعد قيام منظمة التجارة العالمية في سنة 1994.² يحقق دخول البنوك الأجنبية، نظريا، عدة فوائد للدول المستقبلية، أهمها:

¹ Shang-Jin Wei & Jeffrey A. Frankel, Open versus Closed Trade Blocs, Regionalism versus Multilateral Trade Arrangements, NBER-EASE, Volume 6, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997, p 137.

² نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص16.

- تحسين ممارسات البنوك المحلية، اكتساب الدراية الفنية بالعمل البنكي الحديث والسليم، والتقييم السليم لجدارة الائتمانية لعملائها؛
- نظراً لحجم القطاع الخاص الصغير في الأسواق المحلية، فإن وجود بنوك أجنبية سيسهل فصل ملكية البنوك عن الشركات الصناعية التي تكون منتشرة عادة في الأسواق النامية، وهو ما يخفض احتمال حدوث اتفاقات احتيالية بين المقرضين والمقترضين؛
- في حالة أزمة نظامية، تتدخل عادة البنوك الأجنبية لإنقاذ فروعها في الدول المتأزمة؛¹
- توفير باقة متنوعة من الخدمات من حيث الكمية والتنوع بتكاليف تتجه إلى الانخفاض، ما يرفع رفاهية المستهلكين؛

- تقديم دافع قوي لتحسين البنية الأساسية القانونية والتنظيمية.

غير أن التسرع في عملية التحرير المالي قد يترتب عليه تراجع أرباح المؤسسات المالية المحلية، وزيادة مخاطر العمل المصرفي بسبب محدودية القدرة على الإشراف والرقابة على الأنظمة المالية التي تتميز بتعقيدها.² علاوة على ما سبق، قد يرفع التحرير المالي من درجة حساسية البنوك المحلية للظروف الدولية، ويسهل نقل التطورات الاقتصادية في بلدان مقر البنوك الأجنبية التي تملك فروعاً في الأسواق النامية إلى هذه الأخيرة.³ مع وجود أنظمة رقابة وإشراف ضعيفة ترافق الإصلاحات المالية وعمليات الخصخصة المعقدة، من المتوقع أن تدخل البنوك المحلية قليلة الخبرة وغير المهية في منافسة غير عادلة مع البنوك الأجنبية صاحبة الخبرة الواسعة في مجال الإقراض والاستثمار. نتيجة لانسحاب السلطات النقدية من الرقابة المباشرة على البنوك وتخليها عن تعزيز القطاع المالي المحلي بالموارد والخبرات للتعامل مع ما يستجد على الساحة المصرفية من أنشطة والتحوط من المخاطر المختلفة فإن الضغط التنافسي على البنوك المحلية سيرتفع، ويزداد احتمال دخول المؤسسات المالية في أنشطة على درجة عالية من المخاطر تؤدي إلى ارتفاع مخاطر الأعمال، تدهور بيئة الاستثمار، ودفع رؤوس الأموال الأجنبية إلى هجرة

¹ Aaron Tornell, Banks, Bailout Guarantees, and Risky Debt, Governance, Regulation, and Privatization in the Asia-Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 12, National Bureau of Economic Research NBER, January 2004, p 449.

² Sang In Hwang & Others, Korea's Liberalization of Financial Services Trade, Trade in Services in the East Asia Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics (EASE), Volume 11, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, pp. 284, 285.

³ Linda S. Goldberg, When Is U.S. Bank Lending to Emerging Markets Volatile ?, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, January 2002, p 173.

السوق المالي المحلي، وبالتالي تعريض السوق المحلي لاضطرابات وأزمات مفاجئة.¹ في ظل تلك البيئة، تجبر البنوك على رفع سعر الفائدة بإضافة علاوة الخطر بسبب عدم اتساح المعلومات وازدياد حدة مشكلة الليمون، الأمر الذي يدفع المستثمرين الجادين إلى الخروج وترك المجال للاستثمارات الخطيرة، وهو ما ينعكس سلباً على النظام المالي الذي تتزاحم قدرته على تدنية المخاطر من خلال التنويع ويسوء معه تخصيص الأموال.²

يعمل وجود هيئة تنظيم فعالة تتمتع بالاستقلالية في الأعمال والرقابة في اتجاه محاصرة كل أشكال المخططات الاحتيالية والمحسوبة داخل مؤسسات القطاع المالي، يمنع تفشي الممارسات المفضية لانتشار "الفيل الأبيض"،³ ويحفز النمو الاقتصادي السريع والمستدام عند تقديم ضمانات إنقاذية.⁴

الفرع الثاني: ضعف نظم الرقابة المكلفة بالإشراف على أسواق المال والمؤسسات المالية وضبط

التعاملات فيها

يؤدي ضعف الأنظمة المحاسبية والأطر التشريعية وغياب الإجراءات الكفيلة بتحسين الإفصاح المالي إلى تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات، تراجع معدلات الربحية، وغياب التقييم الحقيقي لأداء البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لتصحيح الأخطاء في الوقت المناسب.⁵ في ظل ضعف البيئة المؤسسية وانخفاض الشفافية، من المتوقع أن يشكل ذلك الحافز لدى البنوك للإفراط في مجازفات، ومن ثم ارتفاع احتمال حدوث أزمة بنكية.⁶ أدى السعي الحثيث لاستقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال لتمويل المخططات الرامية لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي إلى تفكيك كثير من اللوائح التنظيمية الصارمة وتعويضها بأخرى متساهلة غير فعالة إضافة إلى عدم إلزاميتها أو سهولة التهرب منها في كثير من الأحيان، وإلغاء كثير من القيود الأساسية التي تنظم المعاملات بين مختلف أطراف السوق (المتعاملون)، ما أدى إلى تفشي الممارسات غير الأخلاقية من احتكار للأسعار والتلاعب

¹ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص16.

² Benjamin Hermalin & Others, Risks to Lenders and Borrowers in International Capital Markets, International Capital Flows, National Bureau of Economic Research NBER, January 1995, pp. 364-378.

³ الفيل الأبيض هو مصطلح يطلق على الملكية التي لا يمكن أو يصعب لصاحبها التخلص منها، وهي حيازة تستلزم نفقات صيانة كبيرة لا تتناسب مع فائدتها أو قيمتها للمالك.

⁴ Aaron Tornell, Banks, Bailout Guarantees, and Risky Debt, op. cit, p 444.

⁵ موسى اللوزي وآخرون، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة: الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص32.

⁶ Asli Demirgüç-Kunt & Enrica Detragiache, op. cit, pp. 19, 20.

بالمعلومات لصالح طرف معين (عدم تماثل المعلومات) والارتفاع غير المبرر في أسعار بعض الأدوات المالية، أعقبها تزايد في حدة المضاربة والبيع الصوري وعقد اتفاقيات التلاعب. في المحصلة، من المتوقع أن يعرف السوق انحرافات خطيرة وتشوه التعاملات فيه، ويصبح بذلك السوق إحدى بؤر عدم الاستقرار المفضي لنشوب الأزمات المالية والاقتصادية.¹

شهدت الأسواق المالية إقبالا كبيرا وارتفعت المعاملات فيها، غير أن ذلك الارتفاع قد صاحبه ارتفاع المخاطر، حيث أشارت دراسات كثيرة إلى الارتباط القوي بين حجم المعاملات والخطر في الأسواق المالية بما فيها أسواق الصرف، والمتمثل في التقلب الكبير في الأسعار واتساع الفروقات بين أسعار الشراء والبيع. في هذا السياق أكدت دراسة لـ "جورجون" (Jorion, 1996) على وجود ارتباط إيجابي بين فروقات الأسعار والتقلب في الأسعار، وهو ما يمكن الاستدلال بتلك الفروقات كمؤشر رئيسي لحجم التقلب والتنبؤ بتقلبات الأسعار، والتي ترتبط إيجابا بالمخاطر المتوقعة في الأسواق المالية.² تبرز تلك الفروقات جليا في أسواق الصرف الأجنبية من حيث السيولة الكبيرة وحجم التداول وعدد التجار، وبالأخص سوق ما بين البنوك أو ما بين السماسرة أو صناعات السوق الذي تتم فيه معظم تداولات العملات الأجنبية (85%) بين بنوك تجارية كبرى وصناعات سوق في جميع أنحاء العالم حيث يعتبر ذلك السوق أكثر نشاطا وتأثيرا إذا ما قورن بالمجموعة الثانية من أسواق الصرف وهي أسواق التجزئة التي تبقى هامشية نسبيا تتألف من مستهلكين يتعاملون مع وسطاء أو بنوك محلية للحصول على عروض أسعار مناسبة لتنفيذ صفقات صغيرة.³

مع تزايد وتيرة الانفتاح المالي والاقتصادي وتدويل الشركات لنشاطاتها الاستثمارية وتكامل الأسواق (عولمة الأسواق) وتداخل المتغيرات البيئية، أصبح من الصعب على السلطات في بلد واحد الضبط التام للأسواق والتحكم الكلي بكل مفاصل السوق،⁴ وقد صعبت العولمة ومخارجاتها من مهمة القضاء على كل أشكال التلاعب والتغلب على مظاهر الانحراف في السوق.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع السابق، ص 175.

² Philippe Jorion, Risk and Turnover in the Foreign Exchange Market, The Microstructure of Foreign Exchange Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 1996, pp. 22-34.

³ David A. Hsieh & Allan W. Kleidon, Bid-Ask Spreads in Foreign Exchange Markets: Implications for Models of Asymmetric Information, The Microstructure of Foreign Exchange Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 1996, pp. 41-44.

⁴ نوري منير، المرجع السابق، ص 10.

ولذلك، أصبح تنسيق الجهود بين السلطات الرقابية المحلية لتبادل المعلومات ضرورياً، على اعتبار أن الأسواق المالية أضحت أهم قنوات انتقال عدوى الأزمات من اقتصادات متأزمة تفقد فيها الثقة إلى أخرى سليمة وصلبة.¹

الفرع الثالث: التساهل في الإقراض وغياب التوازن والتناسب بين أصول وخصوم البنوك

يفتح ضعف نظم الرقابة والإفصاح المالي المجال للبنوك للإقدام على التوسع في الإقراض والاستثمار مرتفع المخاطر دون مراعاة الضوابط المصرفية والقانونية المعمول بها واعتبارات السلامة في النشاط التمويلي. بما يسمح بتهميش المخاطر الائتمانية، حيث تنتهي تلك التجاوزات إلى عدم التناسب والتوازن بين أصول وخصوم البنوك وارتفاع الأصول المتعثرة لديها، مع تسجيل تراجع خطير في السيولة. بما يضاعف من قدرة البنوك على مواجهة أي التزامات حاضرة أو مستقبلية، والذي يعتبر بادرة إفلاس قد تقود إلى ظهور أزمة مالية تمتد أثارها لتصبح أزمة اقتصادية إن لم يحسن إدارتها.² في الواقع، هناك عوامل عديدة تدفع البنوك إلى الدخول في أنشطة على درجة كبيرة من المخاطر التي تضعف صلابة البنوك في مواجهة أي تغيرات في البيئة المحلية والدولية وبالتالي ارتفاع احتمال التعرض إلى أزمة مالية، فإلى جانب انخفاض أسعار الفائدة العالمية التي تشجع البنوك المحلية على المبالغة في الاقتراض من الخارج بعملات أجنبية لتمويل أنشطة محلية بالعملة المحلية بالنسبة للقطاعات غير التجارية، هناك الضمانات الحكومية الضمنية والصريحة المقدمة للبنوك المحلية والمتمثلة في الالتزام بعدم السماح باختيار أي بنك حيث يؤدي تفشيها إلى تعميق مشكلة الخطر المعنوي في النظام البنكي وارتفاع خطورة المحفظة المالية لديها وبالتالي زيادة هشاشته.³

الفرع الرابع: تشوه نظام الحوافز

في ظل ضعف الرقابة والإشراف، يشجع السعي المفرط من جانب القائمين على إدارة المؤسسات المالية وخاصة منها البنوك لتحقيق أرباح قصيرة الأجل من شأنها أن ترفع من حجم مكافآت مجلس الإدارة إلى التوسع

¹ صلاح الدين حسن السيسي، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية، الجزء الثاني، المرجع السابق، ص 636.

² شريط عابد، المرجع السابق، ص 51.

³ Robert Dekle & Kenneth Kletzer, Domestic Bank Regulation and Financial Crises : Theory and Empirical Evidence from East Asia, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002, p 535.

في الإقراض والتسهيلات الائتمانية على حساب اعتبارات السلامة الائتمانية،¹ ومن ثم تعريض النظام المالي بصفة عامة لمخاطر كبيرة التي من شأنها أن تخلق أزمات مالية.²

الفرع الخامس: الكبت الحكومي

من بين الأسباب المؤدية إلى هشاشة النظام البنكي وارتفاع الأصول المتعثرة في محافظ البنوك هو التدخل الحكومي في قرارات تخصيص القروض على مستوى البنوك العاملة، والتأثير في توجيه تلك القروض للمقربين الذين لا يستطيعون خدمة قروضهم المستحقة ونحو مجالات استثمارية لا تتمتع بجدوى اقتصادية مناسبة وشركات مفضلة (في قطاعات هامة) لا ترغب أو لا تستطيع خدمة التزاماتها، وهو ما يحول دون تحقيق الكفاءة في عملية توظيف رؤوس الأموال، حيث تغيب المعايير الائتمانية في العمل البنكي وتحل محلها الحسابات السياسية الضيقة والمحسوبة.³ تأخذ الأمور منحى خطيرا مع اتجاه السلطات النقدية، بتأثير من الحكومات السياسية، إلى مصادرة استقلالية البنوك بإجبارها على التعامل بأسعار فائدة منخفضة ومحددة وإهمال مؤشرات السوق في تخصيص الائتمان، وهو ما يرفع مخاطر الإعسار المالي في البنوك ويعرض الاقتصاد لمخاطر تراجع السيولة المعطلة للمشاريع الاستثمارية والمثبطة للنمو الاقتصادي.⁴ تؤدي الضمانات الحكومية المقدمة للشركات المقترضة دورا في تخفيض أسعار الفائدة طوعا، حيث تشجع المقرضين على الإقبال على إقراض الشركات والتساهل في شروط الإقراض مع القبول بتقديمها بأسعار فائدة منخفضة لاعتقادها بقدرتها على الحصول على تعويضات حكومية نظير تلك القروض.⁵

¹ تشمل اعتبارات السلامة الائتمانية على الربحية، الأمان، والسيولة، والتي تمثل ثلوث العمل المصرفي المتناقض فيما بينه.

² موسى اللوزي وآخرون، المرجع السابق، ص 34.

³ Anne O. Krueger & Jungho Yoo, op. cit, p 604.

⁴ نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص 16.

⁵ Aaron Tornell, Banks, Bailout Guarantees, and Risky Debt, op. cit, p 447.

الفرع السادس: نقص فادح في الشفافية

يعتبر نقص المعلومات الحقيقية والدقيقة من العوامل المساهمة في توفير البيئة المناسبة لظهور الأزمات المالية حيث يعتبر غياب أو شح المعلومات الدقيقة عن الوضعية المالية الحقيقية للشركات من العوامل المساهمة في تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات وارتفاع خطر الطرف المقابل والتي تنعكس في تراجع كفاءة الأسواق المالية. يعتبر شح المعلومات عن حجم الاحتياطات من العملات الأجنبية من عوامل فقدان الثقة في الاقتصادات التي تؤدي بدورها إلى تشويه بيئة الاستثمار وزيادة عدم اليقين، وهي كلها أسباب تدفع إلى تنفير الاستثمارات وهروب رؤوس الأموال وتوفير البيئة المناسبة لشن هجمات المضاربة على العملات.¹

المطلب الثالث: أسباب أخرى

علاوة على الأسباب السابقة، ساهم تشابك العلاقات الاقتصادية وتعقدتها نتيجة التطورات التي عرفها البيئة الاقتصادية المحلية والدولية في ظهور أسباب أخرى لعدم الاستقرار المؤدية المسببة للأزمات المالية، أهمها:

الفرع الأول: الإقبال الكبير على توريق الديون العقارية والمنتجات المالية المشتقة والمهيكلية

مع ظهور التوريق مع مطلع السبعينات من القرن الماضي، أتيح للبنوك والشركات الفرصة لتدوير ديونها وتحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، حيث أصبح التوريق هو هيكل التمويل المعتاد للقروض الرهنية العقارية وباقي القروض الأخرى. غير أن الازدهار الذي عرفه نشاط التوريق لم يرافقه بالقدر الكافي رقابة من الجهات المختصة من حيث دراسة أبعاد العملية والاهتمام الكبير بالضوابط والقواعد المحددة بين أطراف التعامل والتي تضمن أمان العملية، وهو ما ترتب عليه غياب الشفافية في كثير من المعاملات وضعف أو غياب الضمانات ودراسات الجدوى اللازمة لتأمينه.²

مع اتجاه الدول لتخفيف القيود على حركة رؤوس الأموال وعلى رأس المال، عرف النشاط المالي خارج الميزانية نمواً سريعاً سمح للبنوك بتفادي أعباء رأس المال.³ لتلبية حاجة المشاركين والمتدخلين في أسواق رأس المال الدولية لأدوات فعالة لإدارة المخاطر المرتبطة بأنشطتهم، ظهرت المشتقات المالية في ثمانينات القرن الماضي وانتشر

¹ وليد يبي، المرجع السابق، ص 13.

² عبد الحميد محمد الشواربي ومحمد عبد الحميد الشواربي، المرجع السابق، ص 631.

³ David Folkerts-Landau, The Case for International Coordination of Financial Policy, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990, pp. 280-289.

التعامل بها في العقد الأخير محدثة تغيير جذري في طبيعة التمويل الدولي وسلوك المشاركين في الأسواق من خلال توسيع الفرص المتاحة للمقرضين والمقرضين لتغيير خصائص المخاطر.¹ أحدثت المشتقات المالية ثورة في قدرة المشاركين في أسواق رأس المال الدولية على إدارة مخاطر أسعار الفائدة والعملية ومخاطر الائتمان، ما ساعد في تحسين جاذبية الاستثمار الدولي.²

أصبحت المشتقات المالية من أكثر الأدوات فعالية لتحقيق الموازنة في الاختلافات بين تكاليف التمويل والعوائد عبر الأسواق المجزئة وفي الأسواق الدولية، حيث مارست المشتقات ضغوطا متزايدة لاندماج أسواق رأس المال الدولية. تبعا لتطور العمل المالي وتعدد حاجات البنوك والمضاربين، عرفت أسواق المشتقات تطورات مع زيادة التعامل في أسواق خارج البورصة، خاصة بالدولار الأمريكي كثير التقلب. علاوة على ما سبق، أتاحت المشتقات المالية الفرصة للمتعاملين لتنوع المحافظ المالية، التواجد في مختلف الأسواق المحلية المجزئة والأسواق والمراكز الدولية التهرب من اللوائح التحوطية، وتجاوز القيود المالية المحلية في الدول باستخدام معاملات المشتقات مع البنوك الدولية، وذلك في ظل ضعف قدرة أنظمة الإشراف والرقابة على ضمان سلامة النظام المالي. نظرا للمزايا الكثيرة للمشتقات المالية، أقبلت البنوك والمؤسسات المالية على التعامل بها، وهي المؤسسات الأكثر تعرضا لشتى الأنواع من المخاطر إلى جانب الشركات التي تمتلك أصولا أو خصوما بعملة أجنبية، وبذلك أصبحت أسواق المشتقات هي المسؤولة عن الزيادة الهائلة في التدفقات الإجمالية لرؤوس الأموال، ما سمح لها بممارسة تأثير هام على الأسعار في الأسواق المالية.

ساهم الإقبال الكبير من البنوك على التعامل بالمشتقات المالية في لعب الأخيرة دورا أساسيا في أزمات الصرف في العالم، فالمضاربة ضد العملة تتطلب ائتمان بالعملة المحلية سواء ضمنيا (خارج الميزانية) أو صريحا (الميزانية)، حيث تعتبر البنوك المصدر الرئيسي للائتمان المطلوب. يمكن لحملات المضاربة أن تنفذ بطريقة مباشرة من خلال اتخاذ مركز في السوق الآجل ببيع العملة للبنوك المحلية كطرف مقابل والتي تخفيها ضمن بنود خارج الميزانية، وبالتالي حجب المعلومات عن المساهمين وحملة الأسهم وباقي الجمهور (عدم تماثل المعلومات). تتضمن تسوية المبيعات الآجلة للعملة من المضاربين الأجانب توسيع الائتمان المحلي، فيمكن للمضاربات ضد العملة أن تنفذ باستخدام الائتمان بالعملة المحلية، وحين يحول إلى عملات أجنبية يخلق مركز بائع للعملة المحلية، كما أن تحويل إلى العملات الأجنبية ما هو إلا تسرب لرؤوس الأموال إلى الخارج الذي يشكل بدوره ضغطا على الأسواق

¹ Bankim Chadha & Others, The Evolving Role of Banks in International Capital Flows, International Capital Flows, National Bureau of Economic research NBER, January 1999, pp. 214-216.

² Peter M. Garber & Michael G. Spencer, op. cit, pp. 210-220.

الفورية. وإلى الحد الذي يتم فيه تخفيف تلك الضغوط بعد تدخل البنك المركزي، تكون الاحتياطات الرسمية قد استنزفت، وهو ما يعطي إشارة قوية لزيادة حدة المضاربة وتعريض الدول إلى أنواع الأزمات المالية.¹

إلى جانب البنوك، تتعامل مؤسسات مالية غير بنكية أخرى مع أسواق المشتقات المالية، حيث فرضت الالتزامات المتغيرة لصناديق التقاعد على مديريها التحوط بالدخول كطرف في عقود مشتقات مالية، واتخاذ مركز مفتوح. أما صناديق الاستثمار والتي تستثمر عادة في أوراق الملكية الأجنبية، فإن ضرورات التغطية من خطر تقلب أسعار الصرف في المدى القصير والحد من تأثيراتها على أداء وأرباح الصناديق دفعت بمديريها إلى التعامل بالمشتقات المالية وخاصة الخيارات.² مع ارتفاع الإقبال على المشتقات وانحراف سوقها عن الغرض الحميد لها والمتمثل في توفير وسائل للتغطية من المخاطر، أصبح التعامل في المشتقات يجري في انفصال تام عن أحداث القطاع الحقيقي وأساسيات السوق. فمثلا، لم تعد التقلبات في أسعار الصرف تمارس تأثيرها المعتاد على التجارة الثنائية بين الدول، فقد أشارت الدراسة القياسية لـ "فرانكل ووي" (Frankel & Wei, 1998) إلى التضاؤل المطرد للتأثير التجاري السلبي لتقلب أسعار الصرف الحقيقية مع نهاية السبعينات وبداية الثمانينات، مرجعا الفضل في ذلك إلى انتشار خيارات العملة والعقود الآجلة وأدوات التحوط الأخرى.³

يمتد تأثير المشتقات المالية إلى ميزان المدفوعات، حيث يصعب كثيرا تحديد طبيعة التدفقات من رأس المال. يقيد استحواذ الأجانب على نصيب هام من رأس مال الشركات عادة ضمن الاستثمار الأجنبي المباشر، إلا أن القصد الفعلي قد يكون تغطية الأجانب باتخاذ مركز بائع. مع انخفاض قيمة رأس المال أو سعر الصرف ترتفع الضغوط فورا في سوق الصرف مع إجراء طلبات التغطية أو إغلاق المراكز، فيقوم المستثمرون الأجانب بالاتفاق مع مقيمين محليين على عقود مبادلة بعملات أجنبية للتخلص من استثماراتهم (رأس مال الشركات)، وبإتمام هذه الصفقة يكون الاستثمار الأجنبي المباشر قد تحول إلى أموال ساخنة وتكون التزامات المقيمين بالعملات الأجنبية قد ارتفعت، ما يأزم وضع ميزان المدفوعات المختل ويربك السلطات ومتخذي القرار في الدول.⁴

إضافة إلى المشتقات المالية، أدى الإقبال الواسع على توريق الديون وتداولها إلى ارتفاع الطلب على النقود ومن ثم تسخين الاقتصاد، وهو ما يشجع عادة البنوك والسلطات النقدية على زيادة المعروض من النقود بدون

¹ Bankim Chadha & Others, op. cit, pp. 214-220.

² Peter M. Garber & Michael G. Spencer, OP, PP 216, 217.

³ Jeffrey A. Frankel & Shang-Jin Wei, Regionalization of World Trade and Currencies : Economics and Politics, Regionalization of the World Economy, National Bureau of Economic research NBER, January 1998, p 203.

⁴ Peter M. Garber, Derivatives in International Capital Flows, International Capital Flows, National Bureau of Economic research NBER, January 1995, pp. 397-405.

غطاء كافي ومن غير أن يصاحبها زيادة فعلية في إنتاج السلع والخدمات من الأنشطة الحقيقية الثلاث، وهو ما يترتب عليه اختلال التوازن بين الكتلة النقدية والكتلة السلعية والخدمية، الأمر الذي يشكل خطراً كبيراً على النظام المالي نفسه والاقتصاد ككل.¹ أثار التوريق جملة من المخاوف، حيث إن تراجع حصة البنوك في إجمالي الائتمان المتاح لأسباب كثيرة أهمها التوريق يؤثر على فعالية السياسة النقدية، ويضعف قدرتها على تحقيق أهدافها وإدارة القضايا والأزمات. في هذا السياق، حفز الإقبال على التوريق من جانب المستثمرين البنوك على توريق قروضها وأصولها المالية، وشجع البنوك على الإقراض وإعادة الإقراض والاستثمار في مجالات خطيرة ما زاد من سلوك المخاطرة لديها، كما أن الفرصة التي أتاحتها التوريق في الحصول على السيولة بدون الحاجة إلى رفع رأس المال قد زاد من هشاشة النظام البنكي بسبب انخفاض رأس المال لدى البنوك. وما زاد من هشاشة كثير من الأنظمة المالية هو إعفاء المؤسسات المالية غير البنكية من متطلبات رأس المال، الأمر الذي أكسبها ميزة تنافسية ورجحية أفضل.²

الفرع الثاني: تعاظم أهمية رؤوس الأموال قصيرة الأجل

بعد فتره تركز فيها الاهتمام على تشجيع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل. بما يسمح للدولة المستقبلية بضبط أفضل لسياساتها، بدأت الدول حديثة العهد بالتحريك المالي بتشجيع تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل لتمويل العجز الضخم في الحساب الجاري نتيجة الإفراط على الاستيراد لتمويل الاستهلاك من السلع والخدمات حيث أن أغلب تلك القروض كانت بأسعار فائدة متغيرة، كما أن تحرير الأسواق المالية قد ساهم في تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وهو ما شجع الدول المستقبلية على الإفراط في الاعتماد عليه لتمويل مشاريع استثمارية ذات آجال استحقاق طويلة نسبياً. وعليه، تعاظمت أهمية رؤوس الأموال قصيرة الأجل ومعها مديونية الدول على الرغم من خطورتها وحساسيتها الشديدة للأحداث المحلية والدولية المختلفة،³ إضافة إلى أن جزءاً هاماً من تلك التدفقات كان في شكل تدفقات دين لا تسمح باقتسام قدر كبير من المخاطر بين الدائن والمدين، وهو ما ساهم في إحداث طفرات كبيرة في القروض المحلية استفاد منها أصحاب الملاة المالية الضعيفة ممن لا يملكون تغطية كافية

¹ شريط عابد، المرجع السابق، ص52.

² عمر طالب، المرجع السابق، ص ص121-129.

³ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص20.

(ضمانات)، ما رفع من مخاطر التعرض للأزمات المالية.¹ من أهم أشكال تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل هناك الاستثمار غير المباشر في المحافظ المالية الذي يتميز بعدم استقراره وكثرة تقلباته وخضوعه إلى عوامل عديدة بعضها غير اقتصادي، فظل مهيمنا على أشكال تدفقات رأس المال، حيث لم تتعد حصة الاستثمار الأجنبي المباشر خلال القرن الماضي في أحسن حالاته نسبة 31% من مجموع الاستثمارات. بمعدل نمو يقل عن نمو الاستثمارات غير المباشرة على الرغم من المحفزات وعوامل الجذب التي سعت الدول النامية لتوفيرها لاستقطاب الاستثمارات المباشرة.²

الفرع الثالث: سياسات سعر الصرف

تشكل بعض السياسات المنتهجة التي تستهدف أسعار الصرف إحدى أهم الأسباب الكامنة وراء حالة عدم الاستقرار في الأنظمة المالية، وتفاقم ظاهرة الأزمات المالية في كثير من مناطق العالم. فمن جهة، يتطلب تبنى سياسة سعر الصرف الثابتة من السلطات النقدية التعهد باستخدام كل المقدرات المالية الوطنية للمحافظة على سعر صرف ثابت يدرأ عن العملة المحلية أثر الصدمات الخارجية التي قد تحتاج الأسواق الدولية، وهو ما يسهم في الحفاظ على استقرار نسبي للنظام المالي والاقتصادي. غير أن استمرار التقلبات وفي أسوأ حالاتها المضاربة قد يعرض النظام المالي إلى أزمات مالية، وذلك مع بداية استنزاف السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي فتزداد هشاشة الدولة وتزاجع قدرة الدولة على التحكم في عجز الحساب الجاري مع تراجع معدل الاحتياطات الأجنبية إلى المديونية الخارجية، ما يرفع من حدة المضاربة ووتيرة نزيف الاحتياطات. قد تجبر تلك المستحقات على الاستدانة من المؤسسات المالية الخارجية بأسعار فائدة متغيرة وبشروط تفقدتها السيادة على السياسة النقدية والاقتصادية.³ ومن جهة أخرى، ترجع أسباب التقلبات العنيفة والفجائية في أسعار الصرف إلى سياسة سعر الصرف المرنة أو المعومة، والتي خلقت في كثير من الأحيان مشاكل نقدية واقتصادية كبيرة تسببت في ظهور أزمات مالية أصابت اقتصادات كثيرة.

استدعت المشاكل الاقتصادية والنقدية التي اعترضت نمو كثير من اقتصاديات الدول النامية من السلطات النقدية فيها تغيير إطار وأهداف السياسة النقدية من خلال الانفتاح، وضع حد للرقابة الحكومية على المنظومة

¹ نشرة صندوق النقد الدولي الالكترونية، 19 فبراير 2010، ص 02.

² Robert E.Lipsey, The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows, International Capital Flows, National Bureau of Economic Research NBER, January 1999, pp. 315,316,327,333.

³ موسى اللوزي وآخرون، المرجع السابق، ص 34.

المالية، تبني إجراءات تستهدف تعويم سعر صرف عملاتها، وتطوير الأسواق المالية وسوق رأس المال طويل الأجل وأدواتها للتغلب على ضيق الأسواق المالية، مما يعطي مرونة أكبر للسلطات النقدية ويسهل الانتقال من الاستدانة من البنوك إلى الأسواق المالية المحلية ثم الدولية. نتيجة لذلك، تحررت الأسواق النقدية الدولية من عديد العوائق التي كانت تقيد تدفقات رؤوس الأموال الباحثة عن الاستفادة من فروق أسعار الصرف بدلا من تمويل الصادرات والواردات لتحقيق أرباح كبيرة على المدى القصير، فأصبحت على درجة كبيرة من الحركة والانتساع (أحجام تداول يومية ضخمة) وتعمل في انفصال تام عن مجريات القطاع الحقيقي ومعطياته الاقتصادية فيما اصطلح عليه "مالية سعر الصرف"¹.

خلفت موجة التحرير الداخلي والخارجي التي اجتاحت الأسواق المالية تسارع وتيرة التقلبات في أسعار الصرف، وأضحت الفروقات في الأسعار يومية وعلى درجة من الأهمية والخطورة على إثر اشتداد عمليات المضاربة تحت غطاء المراجعة والتغطية من مخاطر تغير أسعار الصرف وأسعار الفائدة، حدثت من الخيارات المتاحة للدول للتدخل في سوق الصرف الأجنبي واستعادة الاستقرار إلى سعر صرف العملة نظرا لمحدودية الاحتياطات من العملات الأجنبية مقارنة مع قوة المضاربين وضخامة تعاملاتهم ونفوذهم الكبير. وعليه، أصبحت أسواق الصرف البيئية الأمثل لنشوء وانتشار الأزمات المالية.²

على ضوء ما سبق، ساهم تضافر العديد من الأسباب والظروف في حدوث اختلالات كلية وجزئية على مستوى القطاع المالي انتهت بنشوب أزمات مالية. تبعا لاختلاف الأسباب وتطور الظروف، جاءت الأزمات المالية على أنواع عديدة، حيث ظهرت على فترات زمنية متعاقبة بما يعكس التطور الذي لحق بالأزمات المالية من مختلف جوانبها.

¹ على سبيل المثال، وفي سنة 1992، تجاوزت التعاملات المالية في أسواق الصرف 50 مرة ضعف التجارة الدولية للسلع والخدمات، حيث بلغت التعاملات في الصرف لأغراض تسوية المبادلات التجارية والتدفقات الرأسمالية الفعلية حوالي 15% من أصل 1000 مليار دولار، منها 5% للأولى و10% للثانية، فيما تم الباقي (85%) لأغراض الصرف المستقلة.

² لمياء عماني، المرجع السابق، ص 24.

المبحث الثالث: التطور التاريخي للأزمات المالية

عقب انهيار نظام بروتن وودز مع مطلع سبعينات القرن الماضي، أصبح العالم يشهد كل فترة قصيرة نسبياً أزمة مالية، بحيث أصبحت الأزمات المالية أحد مظاهر النظام الاقتصادي الحالي وأحد خصائص الاقتصادات الرأسمالية التي أصبحت مصدراً للاختلالات والاضطرابات التي أدت في أغلب الأحيان إلى نشوب الأزمات المالية باعتبارها قاطرة النمو العالمي ومنبع التوازن والاختلال بين العرض والطلب فيه، وقد زاد من نطاق انتشار الأزمات وزيادة حدتها زيادة التشابك والتزابط الوثيق بين الاقتصادات. وفيما يلي، سنتناول تطور الأزمات المالية التي شهدتها العالم من خلال التطرق إلى أهم الأزمات المالية على مدار أربع مراحل أساسية كانت الفاصلة في تاريخ تطور النظام الرأسمالي.

المطلب الأول: الأزمات المالية إلى غاية النصف الأول من القرن العشرين

تعتبر الأزمات المالية أحد أقدم الظواهر الاقتصادية التي خربتها المجتمعات، حيث يحتفظ التاريخ الاقتصادي بالكثير من الأزمات المالية. غير أن الملاحظ أن وتيرة حدوث الأزمات المالية قد زادت مع اتجاه الدول إلى الاعتماد المتبادل بينها من خلال تحرير حركة رأس المال من كثير من القيود التي ميزت قاعدة الذهب التي انطلق العمل بها في سنة 1870، وهو ما تسبب في حدوث أزمات مالية في أكثر من دولة ومنطقة. وفيما يلي سنحاول تسليط الضوء على أهم الأزمات التي شهدتها العالم ابتداء من القرن التاسع عشر إلى غاية النصف الأول من القرن العشرين.

الفرع الأول: أزمات القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين

هيمنت خلال هذه المرحلة أهم مدرسة فكرية في تاريخ الفكر الاقتصادي حتى ذلك الحين على السياسات الاقتصادية، وهي المدرسة الكلاسيكية بنظرياتها وأفكارها المدافعة باستماتة عن الحرية الاقتصادية ومنع أي شكل من أشكال تدخل الدول في الشؤون الاقتصادية. آمن الكلاسيك بنزك النشاط الاقتصادي للأفراد لممارسته بحرية تامة، فيما يقتصر دور للحكومات على بعض الوظائف والأنشطة التي لا يقوى أو لا يفضل الأفراد على القيام بها والتي تتطلب فترة طويلة ليتحقق عائدها المتوقع مع ارتفاع درجة المخاطرة.¹

¹ المرسي السيد حجازي، اقتصاديات المشروعات العامة، النظرية والتطبيق: جدوى المشروعات وتسعير منتجاتها وخصخصتها، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص51.

تحت تأثير المدرسة الكلاسيكية، وبعد مفاوضات شاقة خلال سبعينات القرن التاسع عشر، أجمعت القوى التجارية الكبرى على بداية العمل بنظام قاعدة الذهب الذي استمر العمل به إلى غاية الحرب العالمية الأولى، حيث تبنته الدول تدريجياً إلى أن أصبح نظاماً نقدياً عالمياً ابتداءً من سنة 1880.¹ وقرّر نظام قاعدة الذهب حالة من الاستقرار في العلاقات الاقتصادية المحلية والدولية نتيجة اشتراطه على الدول الامتناع عن الإفراط في زيادة كمية النقود المتداولة، وإلزامه السلطات النقدية على ربط أي إصدار جديد من العملة بحجم الاحتياطي الذي تحوزه من الذهب.²

حققت قاعدة الذهب نجاحات، حيث تراجعت وتيرة ظهور الأزمات المالية واستقرت أسعار الصرف كما توسعت الأسواق المالية الكبرى التي ساهمت في تمويل الطفرة الهامة في التجارة الدولية وحركات رأس المال والعمالة. غير أن الاعتماد المالي المتبادل الذي خلقته قاعدة الذهب قد رفع من أثر العدوى، وهو ما يتضح جلياً مع أزمة البنوك الأمريكية في سنتي 1897 و1907 التي تعد أشد الأزمات قبل الحرب العالمية الأولى. بدأت الأزمة على إثر زلزال سان فرانسيسكو في أبريل 1906 الذي رفع من الضغط على البنوك الأمريكية لتمويل مشاريع إعادة الإعمار، والتي تلاها في أكتوبر من نفس السنة شحن ما يزيد عن 50 مليون إنجليزي من الذهب من لندن إلى الولايات المتحدة، إضافة إلى طلبات التعويض من شركات التأمين البريطانية. مع قيام بنك إنجلترا برفع سعر الخصم ثم تخفيضه في جانفي 1907، أعلن البنك عن رفضه خصم أي أوراق تصدرها الولايات المتحدة، الأمر الذي حرم البنوك الأمريكية من مصدر تمويلي هام لتمويل طلبات السيولة ورفع من أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وقد انتقلت عدوى الأزمة إلى ألمانيا وفرنسا وإيطاليا من خلال أسواق رأس المال.³

مع اندلاع الحرب العالمية الأولى وتكبد كل من فرنسا وإنجلترا خسائر فادحة في البشر والعتاد استنزفت قوتها المالية والاقتصادية والعسكرية، أجبرت الدولتين تحت وطأة حاجة التمويل المتزايدة على إلغاء قابلية التحويل إلى ذهب وبالتالي قابلية التحويل فيما بين العملات، وهو ما عجل بانتهاء النظام النقدي الدولي القائم على قاعدة الذهب رغم المحاولات الفاشلة لإنجلترا لاستعادة العمل بالنظام.⁴

¹ Larry Neal & Marc Weidenmier, Crises in the Global Economy from Tulpis to Today, Globalization in Historical Perspective, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003, p 484.

² لبيب شقير، المرجع السابق، ص 119.

³ Larry Neal & Marc Weidenmier, op. cit, p 485.

⁴ Kheladi Mokhtar, op. cit, p 181.

أدى نظام قاعدة الذهب دورا هاما في ربط اقتصادات كثيرة وتحقيق استقرار نسبي في قيمة العملات ومستويات الأسعار على الصعيد الداخلي والخارجي، كما سرّع من ظهور وانتشار النقود الورقية والائتمانية لتعويض عجز النقود المعدنية عن تلبية كافة الاحتياجات التمويلية. نتيجة لثبات أسعار الصرف، عرفت تدفقات رؤوس الأموال انسيابا غير مسبوق. رغم الاستقرار الاقتصادي غير المسبوق خلال فترة ما قبل الحرب العالمية الأولى، إلا أنها تخللتها أزمات مالية، وخاصة الأزمات المصرفية (1810، 1819، 1836) وأزمات أسواق المال (1825، 1836، 1873)، التي ترجع في أسبابها لعوامل سياسية وعسكرية والمضاربات في الأسواق المالية إضافة إلى عجز نظام قاعدة الذهب عن مجاراة ما يحدث من تطور في الاستثمارات والابتكارات والإنتاج (أزمات 1847 و1907) نتيجة كثرة القيود المفروضة على تدخل الحكومات لتصحيح الاختلالات وإعادة التوازن للنظام الاقتصادي.

الفرع الثاني: أزمة الكساد الكبير 1929-1939

بعد فترة من التوسع والازدهار، بدأت الأنظمة الاقتصادية الرأسمالية المتشعبة بتعاليم المدرسة الكلاسيكية تعرف فترات من الركود امتدت لفترات طويلة مع تفشي البطالة لفترات كادت تكون دائمة، وتعمقت حدة الركود بظهور أزمات التي تزامنت مع ارتفاع معدل البطالة وانخفاض الأجور. بينت الأحداث عيوب النظام الرأسمالي المؤسس على الحرية الاقتصادية التي تمخض عنها تركيز رؤوس الأموال وتكوين احتكارات ضخمة استبعدت المشروعات الصغيرة من المنافسة وتحكمت في السوق، ما سمح لها بتحديد الأسعار عند مستويات مرتفعة. كذلك أدى سوء توزيع الدخل والثروة إلى ارتفاع الادخار نتيجة ارتفاع دخول طبقة المنظمين ذات الميل الحدي الاستهلاكي الضعيف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية بما يزيد عن الحاجات الداخلية، فيما بقي جزء كبير من الإنتاج دون تصريف (الكساد)، حيث وظف الادخار الزائد إضافة إلى الأرباح في بناء مصانع ومشروعات.¹

وغداة انتهاء الحرب العالمية الأولى، أدخلت الدول الأوروبية المنهكة إصلاحات على أنظمتها النقدية ساهمت في تحقيق معدلات نمو مرتفعة وانتعاش الاستثمار وارتفاع معدل التوظيف، وبدأت القطاعات الاقتصادية بالتعافي مستفيدة من القروض والمساعدات المالية من البنوك والحكومة الأمريكية التي استغلت ظروف الدمار التي تلت الحرب في التوسع في الاستثمار والإنتاج لرفع صادراتها السلعية والرأسمالية إلى أوروبا المدمرة. بيد أن عودة الآلة الإنتاجية الأوروبية إلى العمل (الثورة الصناعية الثانية) والارتفاع المطرد في الإنتاج وضعت الاقتصادات الأوروبية في

¹ليب شقير، المرجع السابق، ص 119.

منافسة مع نظيرتها الأمريكية وقلص من الطلب الأوروبي على الصادرات الأمريكية، ما أدى إلى تكس السلع الصناعية والزراعية الأمريكية وانهيار الأسعار التي تراجعت بنسبة 15% و14% في فرنسا والولايات المتحدة على التوالي، أما أبلنزا فقد كان الانخفاض أكثر حدة (32%).¹

حفزت السياسة التوسعية التي تبنتها الولايات المتحدة بعد الحرب العالمية الأولى لتشجيع الاستثمارات البنوك الأمريكية على رفع إقراضها، وقد وجه جزء هام من تلك القروض لتمويل الحكومات والشركات الأوروبية الباحثة عن التوسع وتحميد استثماراتها في ظل حيادية حكوماتها، وقد ترتب على ذلك ارتفاع مطرد في الإنتاج تجاوز الطلب الفعال والقدرة الاستيعابية للأسواق، ما سبب انتشار حالة كساد أفلست معها كثير من الشركات وتم تسريح العمال، كرس معها تراجع أكبر في الطلب الكلي.² ساهمت القوانين التي تضع حدود على فتح فروع لها في الحد من قدرة البنوك على مواجهة أي تقلبات في السوق الأمريكي، وهو ما أضع عليها فرصة تنويع محافظها من القروض من خلال استغلال عامل الجغرافيا التي يميز الولايات المتحدة. مع بداية سنة 1929، بدأت الأزمة تقترب من مرحلة الانفجار مع تراجع حجم الودائع في البنوك الأمريكية وتراجع حجم الأعمال مع عجز المقترضين عن السداد وتراجع الطلب على القروض، أعقبها إفلاس عدد من البنوك وضياع مدخرات المدعين (33% من إجمالي الودائع) وانتشار حمى سحب الودائع مدفوعة بعدم تماثل المعلومات، نتج عنها ارتفاع في معدل خسائر الودائع إلى معدلات غير مسبوقه منذ سنة 1860 (وهي السنة التي بدء فيها جمع البيانات) تجاوزت نسبة 2% من الناتج المحلي في سنة 1933 و3% في الفترة 1933-29، وقد وصل عدد البنوك المغفلة بحلول منتصف سنة 1933 إلى 10253 بنك، ما يمثل 40% من إجمالي المنظومة البنكية الأمريكية.³

امتدت متاعب البنوك وتزايدت حدة تماثل المعلومات وسط المدعين في الأسواق المالية ابتداء من 28 أكتوبر 1929، حيث عرفت هذه السنة تراجع الأسعار بنسبة 66% في ألمانيا و90% في الولايات المتحدة التي تراجع فيها مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة 12,8% (ما يعادل 38,3 نقطة)، ما صعب على البنوك إصدار أسهم جديدة تسمح برفع قاعدتها الرأسمالية لامتناس خسائر القروض التي مست حتى البنوك السليمة. رغم تدخلات البنوك المركزية بخفض سعر الفائدة والخصم، إلا أن مظاهر الركود استمرت وانتشرت إلى عدة مناطق في

¹ موسى اللوزي وآخرون، المرجع السابق، ص38.

² مروان عطون، المرجع السابق، ص100.

³ Charles W. Calomiris & Joseph R. Mason, How to Restructure Failed Banking Systems : Lessons from the Unites States in the 1930s and Japan 1990s, Governance, Regulation, and Privatization in the Asia-Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 12, January 2004, p 379.

العالم محدثة تقلبات عنيفة في أسعار صرف العملات الرئيسية بسبب تفاقم العجز في الميزانيات العامة وموازن المدفوعات، وتراجع حاد في الاحتياطات الذهبية الرسمية. في ظل تزامن تلك الأزمات، سارعت إنجلترا في 21 سبتمبر 1931 إلى إيقاف قابلية تحويل النقود الورقية إلى ذهب، وتبعها في ذلك الولايات المتحدة في سنة 1933. تسببت الأزمة في تراجع قيم العملات الرئيسية بحوالي 50-84% مقارنة مع وضع ما قبل الأزمة وفشلت 25 دولة في الوفاء بديونها،¹ كما تراجع الإنتاج الصناعي بنسبة 37%، وتقلصت التجارة الدولية بنسبة 61%، فيما ارتفع عدد العاطلين عن العمل في العالم إلى 30 مليون كان نصفهم في الولايات المتحدة.²

تعتبر أزمة الكساد الكبير 1929 أعمق أزمة عرفها النظام الرأسمالي حتى ذلك الحين، ونقطة فاصلة في تاريخ تطور النظام الاقتصادي العالمي نظرا لتأثيرها العميق على سياسات الدول الاقتصادية وفي نظرة الحكومات لطريقة إدارة الاقتصاد والتعامل مع المسائل الاقتصادية.³ رغم الجهود المبذولة للتحكم في الأزمة لم يتمكن النظام الرأسمالي الحر من استعادة مصداقية سياسة الحرية الاقتصادية القائمة على حياد الدولة واستقوت الدعوة إلى تبني سياسة تدخلية تهدف في مضمونها إلى إعادة توزيع الدخل وكسر الاحتكارات ورفع مستوى الطلب الكلي الفعلي لزيادة الإنتاج والتشغيل، غير أن تلك الدعوات لم تفلح في وقف حدوث الأزمات المالية التي استمرت في الظهور خلال النصف الثاني من القرن العشرين.

المطلب الثاني: أزمات النصف الثاني من القرن العشرين

رغم الخيرات التي أصبحت الدول تمتلكها في ما يخص الأزمات المالية خاصة بعد أزمة 1929، إلا أن ذلك لم يفلح في وقف مسلسل الأزمات المالية. بعد فترة الانتعاش والتوسع التي عرفها العالم بعد أزمة الكساد العظيم 1929، عاودت الأزمات المالية ظهورها وازدادت حدة وتعقيدا وعددا مع فرق زمني قصير يفصل بينها. وفيما يلي، سنتطرق بالدراسة إلى أهم الأزمات المالية خلال النصف الثاني من القرن العشرين.

¹ مروان عطون، المرجع السابق، ص ص 100-102.

² موسى اللوزي وآخرون، المرجع السابق، ص 40.

³ Charles W. Calomiris & Joseph R. Mason, op. cit. p 383.

الفرع الأول: أزمات الخمسينات والستينات والسبعينات

تلا نهاية أزمة الكساد العالمي في سنة 1939 اندلاع الحرب العالمية الثانية التي انتهت بتدمير البنية التحتية وتخريب الآلة الإنتاجية في أوروبا الرأسمالية، نتج عنها ندرة غير مسبوقة في رأس المال في أوروبا.¹ لوقف الاضطرابات وضبط الأوضاع واستعادة الاستقرار، سعت الدول الرأسمالية قبل أن تضع الحرب أوزارها تحت إشراف ومراقبة الولايات المتحدة، إلى التباحث حول تأسيس نظام جديد يكفل تعزيز التعاون في المجالات الاقتصادية والنقدية لتحقيق استقرار العلاقات النقدية ومن ثم الاقتصادية يضمن انسياب أفضل لرأس المال خاصة الأمريكي استعادة الآلة الإنتاجية عافيتها، وإزالة القيود أمام انسياب التجارة بما يسهم في بناء احتياطي يحقق استقرار العملات تنشر الطمأنينة وإزالة عدم اليقين في الأسواق المالية.

اجتمع ممثلو 44 دولة في "بروتن وودز" في الولايات المتحدة في سنة 1944، وتم الاتفاق على تأسيس نظام اقتصادي ليبرالي جديد قائم على دعامتين، هما: نظام نقدي يتولى الإشراف عليه صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، ونظام تجاري (ميثاق هافانا) تحكمه اتفاقية "الجات 1947" التي تطور لاحقا إلى منظمة التجارة العالمية في سنة 1994.² عقدت الآمال على صندوق النقد الدولي لتعزيز التعاون الدولي في مجال العلاقات النقدية وتوفير أطر للتشاور والتفاوض لحل الاختلافات وتجنب الإجراءات الانتقامية، وذلك بتوفير السيولة الدولية من العملات الأجنبية للدول الأعضاء لإصلاح الاختلال في موازين المدفوعات وتحقيق استقرار الصرف وإلغاء القيود على الصرف التي من شأنها إعاقة نمو التجارة الدولية ومعها الإنتاج والتوظيف، ما يؤدي إلى انتشار الرخاء والسلام في العالم.³

غير أن فترة الاستقرار والرخاء المنيقة عن اتفاقيات بروتن وودز لم تلبث طويلا، حيث بدأت الاضطرابات والتصدعات تظهر في النظام الاقتصادي الدولي، وذلك بتسجيل الولايات المتحدة التي اعتبرت أقوى وأمن اقتصاد رأسمالي والضامن لاستقرار الاقتصاد العالمي عجز في ميزان مدفوعاتها تفاقم منذ سنة 1970 مع تراجع القدرة التنافسية للصادرات الأمريكية، لينزاع المركز التجاري لها ويزرع الشك حول قوة الدولار ومستقبله وينشر حالة

¹ محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد السياسي الاقتصادي الدولي، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2007، ص304.

² علي إبراهيم، التجارة الدولية وجدلية التقدم والتخلف، دار النهضة العربية، مصر، 1997، ص63.

³ زينب حسين عوض ، العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية، الاقتصاد الدولي الخاص للأعمال، اتفاقات التجارة العالمية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص112.

عدم اليقين في الأسواق المالية، ما أدى إلى تراكم طلبات البنوك المركزية إلى البنك الفدرالي الأمريكي لتحويل الدولار إلى ذهب.¹

أدى تزامن تلك الظروف مع ارتفاع معدل التضخم في الولايات المتحدة إلى انخفاض قيمة الدولار وإضعافه مقابل العملات الأوروبية، ما دفع بسلطات الأخيرة إلى التدخل لدعم الدولار بشراء كميات كبيرة منه للحفاظ على استقرار أسعار صرفها المرتبطة بالدولار، كما قامت بتعديل أسعار تعادل عملاتها وتوسيع الحد الأقصى لتقلب عملاتها إلى 2,25% في 18 ديسمبر 1971.² مع تفاقم الوضع غير المستقر للدولار اشتدت عمليات المضاربة على انخفاضه التي زادت من عمليات انتقال رؤوس الأموال قصيرة الأجل إلى خارج الولايات المتحدة ضمن ما يعرف بسوق الدولار الأوروبي الذي شهد طفرة في حجم عملياته من 2 مليار دولار في سنة 1960 إلى 190 مليار في سنة 1975. مع اشتداد عمليات المضاربة وتعمق عدم الثقة في الدولار، زادت طلبات تحويله إلى ذهب، وارتفع سعره واستنزف الاحتياطي منه لدى الولايات المتحدة الذي تعادل في سنة 1964 مع حجم التزاماتها اتجاه البنوك المركزية الأخرى.³ رغم مساعي الدول الأوروبية ومعها الأمريكية لاسترجاع الاستقرار بإنشاء مجمع الذهب وإقناع دول عديدة ببيع الذهب لخفض أسعاره وكذا الامتناع المؤقت عن المطالبة بتحويل الدولار إلى ذهب، إلا أن متاعب الاقتصاد الأمريكي واشتداد المضاربة قد أفشلت تلك المساعي وتواصل الضغط على المخزون من الذهب الذي لم يتعد في سنة 1971 قيمة 11 مليار دولار، فيما وصل ما بحوزة البنوك الأخرى من دولار ورقي إلى 68 مليار دولار.⁴

أمام هذا الوضع، لم يستطع الفدرالي الأمريكي مواصلة الصمود وأعلن الرئيس "نيكسون" في 15 أوت 1971 عن فك الارتباك بين الدولار والذهب، وتعويم الدولار والتوقف النهائي عن الاستجابة لأي طلب تحويل الدولار إلى ذهب، وهو ما يعني عملياً انهيار نظام "بروتن وودز" الذي خلف اضطرابات شديدة في العلاقات النقدية والتجارية الدولية وفوضى عارمة في أسواق المال والصراف.⁵ وعليه، سارع صندوق النقد الدولي إلى عقد ورشات للإصلاح وإجراء تخفيضين في قيمة الدولار في سنتي 1972 و1973 بنسبة 8,6

¹ بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003، ص 148.

² محمود يونس، اقتصاديات دولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2009، ص 318.

³ مروان عطون، المرجع السابق، ص 106.

⁴ محمود يونس، المرجع اعلاه، ص 327.

⁵ علي إبراهيم، المرجع السابق، ص 72.

و 11,1% على التوالي بعد أن ظل مستقرا منذ سنة 1943، كما قامت الدول الأوروبية بتعويم عملاتها تباعا.¹ تسببت تلك الأحداث والتي عرفت بالأزمة النقدية الدولية (1971-1974) في فوضى كبيرة اجتاحت أهم الأسواق المالية الدولية، هزت معها الثقة في المؤسسات النقدية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي الذي تعرضت مشروعية وجوده للشك ما دام قد أخفق في توفير الاستقرار المالي وتقليل تقلب الأسواق ومراقبة السياسات الاقتصادية لأعضائها، وهو ما دفع أجهزة الصندوق للتحرك لتشكيل لجنة "إصلاح النظام النقدي الدولي والقضايا المتعلقة به" في جويلية 1972.² في اجتماع جامايكا (جانفي 1976)، تم الاتفاق على ملامح النظام الجديد المؤسس على نظام الصرف المعوم الأكثر مرونة يستبعد فيه أي دور للذهب في تسوية أرصدة موازين المدفوعات، كما ينزك للدول كامل الحرية في اختيار الإجراءات الخاصة بالصرف.³ مع زوال إلزامية قيام كل دولة بتثبيت سعر صرف عملتها، لم تعد هناك حاجة للرقابة على رؤوس الأموال كأداة للحفاظ على ذلك السعر الثابت، فرفع القيود على رؤوس الأموال أدى إلى تشجيع تدفق رؤوس الأموال بالتزامن مع إدخال كثير من الدول لإصلاحات لتحرير أنظمتها المالية والاقتصادية.⁴

الفرع الثاني: أزمات الثمانينات

اشتهرت فترة الثمانينات بأزمة الأسواق المالية، فعلى إثر الاضطرابات التي هزت أسواق العملات التي تلت انهيار نظام "بروتن وودز" باشرت الدول الكبرى المؤثرة في الاقتصاد العالمي إطلاق حزمة من التدابير لإعادة الاستقرار لأسعار صرف عملاتها، توجت بتحسين أسعار الصرف وخاصة الدولار الذي استعاد بعضا من عافيته. أدى توسع الدول الصناعية في عرض النقود إلى استفحال ظاهرة التضخم، الأمر الذي أجبر السلطات النقدية فيها على رفع أسعار الفائدة في إطار سعيها لدعم عملاتها التي بلغت في سنة 1981 مستويات غير مسبوقه⁵ وقد أدى تزامن ارتفاع أسعار الفائدة مع ارتفاع معدلات التضخم وانكماش الإنتاج الصناعي إلى انتشار مشاعر

¹ محمود يونس، المرجع السابق، ص333.

² قادري عبد العزيز، دراسات في القانون الدولي الاقتصادي: صندوق النقد الدولي الصندوق Le FMI، دار هومة، الجزائر 2005، ص22.

³ محمود يونس، المرجع اعلاه، ص334.

⁴ Maurice Obstfeld & Alan M. Taylor, Globalization and Capital Markets, Globalization in Historical Perspective, National Bureau of economic Research NBER, January 2003, p 126.

⁵ وصل سعر الإقراض لدى البنوك 6,75% في اليابان، 11,5% في سويسرا، 14,5% في ألمانيا وفرنسا، 23% في إيطاليا و 17 و 19,5% في إنجلترا والولايات المتحدة على التوالي،

التشاؤم لدى المتعاملين في الأسواق المالية تجسدت في تسجيل أهم المؤشرات انتكاسات بانخفاض أسعار الأسهم. تكللت الجهود بتراجع معدل التضخم وعودته إلى الحدود المستهدفة، إلا أن ضغط الركود الصناعي وتراجع الطلب المحلي وانكماش الاستثمارات وارتفاع معدلات البطالة إضافة إلى تدهور الميزان التجاري قد دفع الاحتياطي الفدرالي إلى إعادة النظر في سياسته الانكماشية.¹ ابتداء من سنة 1982، شرع الفدرالي الاحتياطي في نهج سياسة توسعية بزيادة كمية النقود بمعدلات عالية بالتزامن مع تخفيض أسعار الفائدة، وذلك في مسعى منه لتحفيز الناتج المحلي، وقد نتج عن السياسة التوسعية اتساع الفجوة بين الناتج المحلي الاسمي الذي انتعش مسجلا نموا بطيئا في سنة 1983 واستمر إلى 4 سنوات، ومعدل نمو النقود (8% سنويا) الذي تراجع بعد ذلك (3%)² تلك الفجوة رفعت معدل التضخم وأسهمت في انخفاض قيمة الدولار وتحسن المركز التنافسي للولايات المتحدة وتحفيز الاستثمارات.³

في سبيل دعم استقرار الدولار والمحافظة على أسعار الصرف الاسمية قريبة من المستويات السائدة آنذاك جاء اتفاق اللوفر في 22 فيفري 1987 ليسمح بتدخل الحكومات السبع بكثافة من خلال التزام الحكومات السبع بسياسات تحفيزية؛ كتخفيض الضرائب في ألمانيا وتأكيدات يابانية بتحفيظات ضريبية وإصلاحات ضريبية والتزام الولايات المتحدة بتخفيض العجز الحكومي إلى 2,3% من الناتج المحلي في سنة 1988. تنفيذا لتوصيات قمة "فوناباشي" في سنة 1988، تم الموافقة على صرف 4 مليار دولار للتدخل لتثبيت الين والمارك بين 5% صعودا ونزولا⁴. وجه للاتفاق عدة انتقادات بسبب تأخره على افتراض أن تلك التدخلات الكثيفة ستمنع الدولار من الارتفاع وتضع ضغوطا شديدة على الولايات المتحدة لرفع عرضها من النقود ودفع حكومتها للتحرك المبكر وعلى نحو حاسم على جبهة الموازنة، وحث الدول الأخرى على خفض عرضها النقدي لو وضع الاتفاق في أوائل

¹ مروان عطون، المرجع السابق، ص 188.

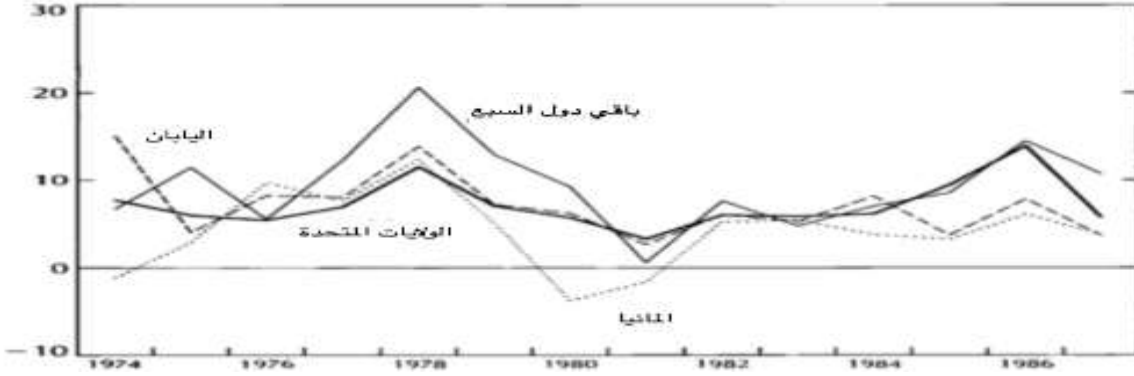
² Jeffrey A. Frankel, Obstacles to Coordination, and a Consideration of Two Proposals to Overcome Them : International Nominal Targeting (INT) and the Hosomi Fund, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990, p 113.

³ مروان عطون، المرجع اعلاه، ص 188.

⁴ Maurice Obsfeld, The Effectiveness of Foreign-Exchange Intervention: Recent Experience, 1985-1988, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990, pp. 199-203.

الثمانينات.¹ يوضح الشكل رقم (2-5) تطور معدلات نمو النقود في الدول السبع الأكثر تصنيعاً منذ السنة الأولى التي تم فيها التعويم الدولي للعمالات (1974).

الشكل رقم (2-5): معدلات نمو النقود في الدول السبع الأكثر تصنيعاً



Source: Jacob Frankel & Others, The Rational for, and Effects of, International Economic policy Coordination, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990, p 28.

يتضح من الشكل أعلاه الارتفاع الحاد في نمو النقود بعد الصدمة البنزولية الأولى والثانية، والتي أدت إلى ارتفاع التكاليف انعكست على معدل التضخم الذي سجل ارتفاعات قياسية. استنتجت دراسة لـ "فرانكل و آخرون" (Frankel & Others, 1990) أن كل ارتفاع في عرض النقود بنسبة 5% سيؤدي إلى انخفاض في صرف العملات المحلية بنسبة 4% للولايات المتحدة في السنة الأولى ثم 2% في السنة الثانية.² لتثبيت الدولار وتجنب الانعكاسات السلبية التي تخلفها التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات على النمو العالمي، أدخلت الدول الصناعية تغييرات على أسعار الفائدة على الودائع بالعملات الأجنبية. مع التحول الكبير في السياسة النقدية الأمريكية، خفضت السلطات النقدية سعر الفائدة على الدولار مع أواخر ربيع 1985 بالتزامن مع زيادة العرض النقدي من M2 فوق المستوى المستهدف، وتخفيض سعر إعادة الخصم بنسبة 0,5% في نوفمبر وديسمبر 1984، وهو ما نتج عنه انخفاض العائد على الأصول بالدولار. خلال فترة انخفاض

¹ Peter B.Kenen, The Coordination of Macroeconomic Policies, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990, pp. 75-80.

² Jacob Frankel & Others, The Rational for, and Effects of, International Economic policy Coordination, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990, p 28.

سعر الفائدة في سنة 1984، بدأت قيمة الدولار بالتقهقر مقابل الين والمارك، واستمر ارتفاع سعر الصرف إلى غاية فيفري 1985 بعد بلوغ الذروة في بداية صيف 1984. بتضييق نطاق الفروقات بين أسعار الفائدة على الودائع بمختلف العملات، بدأ الدولار يعرف انخفاضا وقد دعم ذلك التطور وصول العرض النقدي من M2 إلى ذروته وتخفيض سعر إعادة الخصم بنسبة 0,5% في ماي مع تحرك إدارة الرئيس "ريغن" لتخفيض العجز الحكومي وساعد ثبات أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في صيف 1985 إضافة إلى استقرار العجز الحكومي الأمريكي على تمهيد الطريق لارتفاع الدولار.

بحلول منتصف سنة 1986، تفاقمت مخاوف صانعي القرار في الولايات المتحدة من تأثير استمرار انخفاض الدولار على التضخم والاقتصاد ككل. في نوفمبر 1986، بدأت أسعار الفائدة قصيرة الأجل للدولار بالارتفاع بعد خطوة بنك اليابان بتخفيض أسعار إعادة الخصم، تنفيذ إصلاحات ضريبية، ورفع الإنفاق العام لتحفيز الاقتصاد الياباني. بيد أن انتشار الأنباء عن تدهور الميزان التجاري أضعف الدولار، ما دفع بنك ألمانيا المرتبط بالنظام النقدي الأوربي واليابان إلى تخفيض أسعار الخصم بما يصب في مصلحة الدولار. جاء اتفاق اللوفر كأول محاولة منسقة لتحقيق استقرار قيم العملات منذ التحول الذي طرأ على الدولار في أوائل 1985، حيث نتج عنه استقرار أسعار صرف عملات الدول الصناعية لمدة 8 أشهر على الرغم من ارتفاع الضغوط لمزيد من تخفيض قيمة الدولار على إثر ارتفاع عجز الحساب الجاري الأمريكي، حيث يرجع الاستقرار إلى انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل للمارك والين بعد قيام ألمانيا واليابان بتطبيق سياسة توسعية مقارنة بالولايات المتحدة التي انتهجت سياسة نقدية متشددة. أما الولايات المتحدة، فقد ارتفعت أسعار الفائدة قصيرة الأجل فيها إلى حدود عليا وظل معدل نمو العرض النقدي من M2 تحت المستوى القاعدي للمعدل المستهدف، وفي أوائل سبتمبر قام الفدرالي الاحتياطي برفع سعر الخصم من 5,5 إلى 6%.

عملا باتفاقات اللوفر، ارتفعت التدخلات المشتركة لكل من الولايات المتحدة واليابان وألمانيا لتخفيض قيمة الدولار من خلال الدخول في عمليات سوق مفتوحة لبيع الأصول المقومة بالدولار، وقد أسفرت تلك التدخلات عن ارتفاع سعر الدولار للمارك بنسبة 14,3% و 5,9% للين.¹ على إثر تلك الأحداث، ارتفعت التوقعات بارتفاع الطلب وزيادة أرباح الشركات، ترتب عليها ارتفاع حاد ومتواصل في أسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة امتد أثرها إلى باقي الأسواق المالية. أدى التخفيض المتتالي في أسعار الفائدة وفي قيمة الدولار إلى تراجع العائد على الموجودات المقيمة بالدولار، الأمر الذي أدى إلى إضعاف الثقة في الدولار، فسارع المستثمرون

¹ Maurice Obsfeld, op. cit, pp. 199-228.

الأجانب إلى التخلص من الأوراق المالية وخاصة الأسهم المقومة بالدولار مقابل عملات أقوى، وفضل كثير من المستثمرين التعامل في الأسواق النقدية الأكثر سيولة. شجعت عمليات البيع الإعلان عن تدهور خطير في الحساب الجاري وارتفاع الدين العام الخارجي للولايات المتحدة، وتسارعت حمى البيع ما أدى إلى انخفاضات حادة متتالية ابتداء من النصف الثاني من سنة 1987، وبالتحديد في شهر أكتوبر من نفس السنة.

غداة الإعلان عن تسجيل شركات البنزول الأمريكية ذات الأهمية النظامية متاعب مالية جراء استمرار انهيار أسعار البنزول، تواصل انخفاض أسعار الأوراق المالية وتقلب أسعار الصرف انتهى باهتار مؤشرات الأسواق المالية الأمريكية في 19 أكتوبر 1987،¹ مع تسجيل خسائر كبيرة بالأسواق المالية الرئيسية الأخرى.² وفي فترة جد قصيرة، ونتيجة لصدمة الأسواق المالية، فقدت الولايات المتحدة حوالي 1000 مليار دولار من ثروتها المالية وامتنع 95% من المتدخلين في الأسواق المالية الأمريكية عن الشراء والبيع نتيجة أثر العدوى (سلوك القطيع) وانهارت الأسهم، وفي ذلك تكاد أزمة 1987 تماثل أزمة 28-29 أكتوبر 1929.³

أجبرت الفوضى التي أعقبت أزمة 1987 السلطات النقدية في الدول المشمولة بالأزمة إلى إيقاف التعامل في بعض البورصات، رفع أسعار الفائدة لوقف تدهور الأسواق المالية، إضافة إلى اقتناء مليارات الدولارات لدعم الدولار في مقابل عملاتها، وهو ما أدى إلى عودة الاستقرار تدريجياً إلى الأسواق المالية. في سبتمبر 1989 وعقب كشف السلطات الأمريكية عن ارتفاع أسعار التجزئة والجملة وتعبير البنوك الفدرالية عن رفضها تخفيض أسعار الفائدة، اتجهت أسعار الأوراق المالية مجدداً ومعها أهم المؤشرات إلى الانخفاض في 13 أكتوبر 1989 بعد اتجاه بعض المستثمرين لبيع الأسهم، غير أنها لم تكن بالحدة التي عرفتها الأزمة السابقة، كما أن الإعلان المبكر للسلطات النقدية عن استعدادها للتدخل بتوفير السيولة لمواجهة أي عمليات بيع قد أفضى إلى تسجيل اضطراب طفيف وسريع في الأسعار، وتم احتواء الأزمة وعودة الأسواق للعمل بشكل طبيعي.⁴

في خضم المناقشات والاجتماعات الرامية إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف ووقف الفوضى التجارية كانت كميات كبيرة من رأس المال تندفق على الدول النامية في شكل قروض من البنوك الكبرى لتمويل العجز في موازين المدفوعات، أو لتمويل مشاريع التنمية التي كان كثير منها ضعيف الفعالية، أو استثمارات من الشركات

¹ انخفض مؤشر داو جونز بنسبة 21,6%.

² بلغت الخسائر في بورصة نيويورك إلى 800 مليار دولار، أي بنسبة 26% من القيمة السوقية، فيما وصلت الخسائر في كل من بورصة لندن وطوكيو وفرانكفورت وأمستردام 22، 17، 15 و 125 مليار دولار على التوالي من القيمة السوقية المسجلة.

³ Daniel Szpiro, *Economie Monétaire et Financière*, De Boeck, Bruxelles, 1^{re} Edition, 2009, pp. 268, 269.

⁴ مروان عطون، المرجع السابق، ص 188.

متعددة الجنسيات، مستفيدة من الفوائض المالية للدول النفطية الباحثة عن تحقيق عائد أفضل بعد الركود التضخمي الذي استشرى في الدول الصناعية والاضطرابات النقدية في الاقتصاد الرأسمالي العالمي.¹ رغم الاختلافات في فلسفة استخدامات المال المتدفق، إلا أن عموم الحال كان يشير إلى توجيهه إلى تمويل الاستهلاك ومشاريع مشكوك في جودتها، وبسرعة تحول المال الوافد إلى "كعب أخيل"² لتلك الاقتصادات، خاصة وأنه تم بواسطة بنوك خاضعة لإشراف ضعيف لا تمتلك حرة كافية وتفتقد القدرة الاستشرافية لتوجيهها إلى المشاريع الجيدة،³ حيث كانت كثير منها مملوكة للحكومات في بيئة تميزت بانخفاض التنافسية وانخفاض الإنتاجية والنمو.⁴ ارتفعت تدفقات الأموال الساحنة إلى الدول النامية الباحثة عن تحقيق أرباح سريعة مستفيدة من التقدم الكبير في وسائل الاتصال واتجاه الدول المتقدمة والنامية إلى رفع القيود أمام تدفقات رؤوس الأموال، وقد استطاعت الدول النامية استقبال كميات كبيرة من رؤوس الأموال، ارتفعت معها التزامات كثير من الدول النامية دون أن يقابلها اقتصادات قادرة على سداد تلك الالتزامات خلال عقد السبعينات نتيجة اعتمادها على إنتاج وتصدير المواد الأولية وبعض السلع نصف المصنعة.⁵

مع قدوم الثورة التكنولوجية الثالثة وانخفاض أهمية المواد الأولية في تطوير الصناعات الجديدة إضافة إلى انخفاض الطلب عليها نتيجة استمرار الكساد الاقتصادي في الدول الصناعية، عرفت أسعار المواد الأولية تراجعاً حاداً بالموازاة مع ارتفاع أسعار المواد المصنعة بعد ارتفاع أسعار الطاقة 79-1980، وقد أدى هذا الارتفاع إلى تصاعد التضخم إلى مستويات خطيرة دفعت البنوك المركزية في الولايات المتحدة وبريطانيا إلى تطبيق سياسة انكماشية ورفع أسعار الفائدة إلى 20% في سنة 1980، أسفرت عن تحسين قيمة الدولار والإسبيليني موازاة مع تراجع المعونات الإنمائية.

مع تضافر تلك العوامل، أصبحت التزامات خدمة الدين وتسديد الدين نفسه عبثاً لا يمكن لاقتصادات الدول النامية المدينة الاستمرار في تحمله، فلم تفلح معه محاولاتها بزيادة صادراتها من المواد الأولية لتوفير النقد الأجنبي الكافي لتسديد ديونها، وتفاقمت الوضعية مع انخفاض الأسعار بما فيها البنزول الذي تقهقر إلى 10 دولار

¹ زينب حسين عوض ، المرجع السابق، ص 129.

² يطلق مصطلح "كعب أخيل" على نقطة مميّنة على الرغم من القوة التي قد تصاحبها، والتي تؤدي إلى السقوط الكامل.

³ Sebastian Edwards, Capital Flows to Latin America, International Capital Flows, National Bureau of Economic Research NBER, January 1999, p 08.

⁴ Asli Demirgüç-Kunt & Enrica Detragiache, op. cit, p 18.

⁵ زينب حسين عوض ، المرجع اعلاه، ص 129.

للدريميل في سنة 1986.¹ مما زاد من خطورة الأزمة وعبء الديون الخارجية هو فشل المشروعات الممولة بقروض أجنبية في تحقيق الأهداف التنموية المتمثلة في تنويع الصادرات والاكتفاء الذاتي من السلع المصنعة نتيجة سوء التخطيط وغياب دراسات جدوى اقتصادية جديدة، نتج عنها تراجع النمو الاقتصادي واستمرار الاعتماد على الخارج وفشل نموذج التنمية الصناعية الهادف إلى إحلال الواردات مع تدهور قدرة الدول على خدمة ديونها. وعليه، توقفت البنوك الأجنبية عن فتح خطوط تمويل للدول النامية سواء تلك المدينة أو غير المدينة، وتسارعت وتيرة خروج رؤوس الأموال منها وتدهورت قيم عملاتها أمام الدولار الآخذ في الارتفاع إلى أن انفجرت أزمة الديون الدولية في سنة 1982 حين أعلنت المكسيك توقفها عن الدفع، دفعت الدول الدائنة لها إلى الإسراع بالتدخل لمساعدة المكسيك على خدمة ديونها خوفاً من انتقال الأزمة إلى دول أخرى بما يضع النظام المصرفي الأمريكي أمام خطر الانهيار.²

الفرع الثالث: أزمات التسعينات

اشتهرت فترة التسعينات بما يعرف بأزمة العملات وأزمات الأسواق الناشئة، أُجبرت كثير من الدول النامية المدينة على التوقف عن سداد القروض والفوائد المستحقة عليها في مواعيد استحقاقها. وفيما يلي، سنتطرق إلى أهم تلك الأزمات.

أولاً: أزمة النظام النقدي الأوروبي 1992: بعد عقد من الزمن تميز بالاضطرابات الخطيرة عقب الإعلان عن تعويم الدولار في سنة 1972 وارتفاع أسعار البنزول في السبعينات، نجحت الدول الأوروبية في وضع حد لتقلبات عملاتها والتحكم في معدلات التضخم بعد الاتفاق على نظام الثعبان الأوروبي تطبيقاً لاتفاق بازل لوضع حد لتقلبات العملات الأوروبية مقابل الدولار في حدود 2,5% صعوداً ونزولاً. بعد المشاكل التي رافقت العمل بالاتفاق وعجز بعض الدول كبريطانيا وفرنسا وإيطاليا عن احتزام هامش التقلب ما نتج عنه خروجها من أسس نظام الثعبان، أخذت الدول الأوروبية ابتداءً من سنة 1978 بالعمل بالنظام النقدي الأوروبي (European Monetary System EMS) تدريجياً، حيث كان أكثر ليونة وقابلاً للمراجعة والتعديل³ حسب الحاجة، ويختلف كلياً عن النظام السابق في كونه يعتمد على سلة من العملات أطلق عليها "الإيكو"

¹ علي إبراهيم، المرجع السابق، ص 86.

² زينب حسين عوض ، المرجع السابق، ص 146.

³ منذ نشأة النظام النقدي الأوروبي وإلى غاية صيف 1993، جرى إدخال 16 إعادة تعديل على السعر المركزي للعملات.

(ECU European Currency Unit) بدلا من الدولار، مع هامش تقلب للسعر المركزي للعملة لا يتعد 2,25% صعودا ونزولا وتخصيص 20% من احتياطي الصرف لكل دولة للتدخل المشترك للدفاع عن سعر التعادل المختار. كانت ألمانيا أول الدول تطبيقا للنظام الجديد في السبعينات، تلتها بريطانيا في سنة 1980، بينما تعرضت فرنسا لعقوبات بتخفيضين متتالين لعملتها في جوان 1982 ومارس 1983 بعد قيامها بتشديد سياستها المالية والنقدية لتقوية الثقة في عملتها، وهو ما دفع الدول الأوروبية إلى اختيار الانحياز إلى المارك الألماني كعملة مركزية.¹ حقق التعاون المشترك في إطار النظام النقدي الأوروبي نجاحا في تخفيف حدة الفروقات بين معدلات التضخم وكبح أي إجراءات لتخفيض أسعار الصرف، كما أن التوقعات بتغيرات أسعار الفائدة والصرف قد خفت حدتها وبالتالي لم يكن هناك داعي للمطالبة بعلاوة الخطر في المجموعة الاقتصادية، ما أكسب النظام النقدي الأوروبي مصداقية لدى الجمهور والشركات.²

تعارضت ضرورات الحفاظ على استقرار أسعار الصرف والتحكم في التضخم والتحكم في العجز الميزانياتي عملا ببنود معاهدة "مايستريخت" التي ضمت إليها مبدأ النظام النقدي الأوروبي مع تراجع النشاط الاقتصادي وارتفاع معدل البطالة الذي اجتاحت الدول الأوروبية، رافعا بذلك الضغط على السلطات النقدية والمالية للتخلي عن سياساتها الانكماشية المتشددة، وتبني سياسة توسعية لرفع الطلب وتحفيز الاقتصاد لخفض معدلات البطالة.³

دفعت السياسات النقدية الانكماشية إلى انكماش اقتصادي تزامنا مع خروج بريطانيا من النظام النقدي الأوروبي والنتيجة السلبية للاستفتاء الدائم والاضطرابات التي رافقت الاستفتاء الفرنسي، ما أعطى إشارة قوية للمضاربين لشن هجمات على العملات الأوروبية في سبتمبر 1992 ثم في صيف 1993، والتي أحدثت ما سمي بأزمة النظام النقدي الأوروبي. لتثبيت استقرار سعر الصرف، قامت بريطانيا بشراء 50 مليار دولار من ألمانيا في بضع أيام لدعم احتياطاتها والتدخل مباشرة في سوق الصرف، غير أن التدخل قد منع و عوض بعمليات السوق المفتوحة لتجنب تخفيض حجم القاعدة النقدية، مفضلة الدفاع عن عملتها بانكماش نقدي داخلي⁴ مع

¹ Jean-Pierre Noreck & Michel Voisin, *La Dissertation d'Histoire et d'Economie*, Librairie Vuibert, France, Décembre 1994, p 124.

² Francesco Giavazzi & Alberto Giovannini, Can the European Monetary System be Copied Outside Europe? Lessons from Ten Years of Monetary Policy Coordination in Europe, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic research NBER, January 1990, pp 248-255.

³ Jean-Pierre Noreck, Michel Voisin, op. cit, pp. 124-126.

⁴ Paul R. Krugman & Others, Currency Crises, International Capital Flows, National Bureau of Economic Research NBER, January 1999, pp. 432, 433.

رفع كل من سعر الإقراض في 16 سبتمبر من 10 إلى 12 ثم 15% والسعر بين البنوك لشهر واحد من 10,4 في اليوم السابق إلى 28,9% في نهاية اليوم. سلكت السويد نفس الاتجاه، حيث ارتفع فيها سعر الإقراض في 16 سبتمبر من 75 إلى 500% ومن 25 إلى 75% بالنسبة للسعر بين البنوك لشهر واحد، وقد أدت الزيادات في أسعار الفائدة إلى ارتفاع معدل التغطية من المخاطر بنسب تتراوح بين 20 و30%.¹ بعد يومين من رفع أسعار الفائدة، تخلى بنك أبلنزا عن التعادل الثابت، وأجبر على هجر النظام في 16 سبتمبر مع السماح بانخفاض الجنيه بنسبة 10% مقابل المارك، تبعها إيطاليا التي قام بنكها المركزي رفقة نظيره الألماني بالتدخل المكثف بعد رفع سعر الخصم ب 1,75 نقطة تبعها انخفاض قيمة الليرة بنسبة 7,6% في 13 سبتمبر بعد توسع العجز الحساب الجاري إلى 26500 مليار ليرة، وخسارة البنك لاحتياطات الأجنبية (حوالي 8500 مليار ليرة) بسبب التدفق الكبير للعملاء الأجنبية من خلال القطاع البنكي الذي تآكل رأسماله (39100 مليار ليرة). في ألمانيا، قام البنك المركزي بتخفيض سعر الخصم بمقدار 0,5 نقطة. دفعت تلك التخفيضات التي طالت قيمة العملات المستثمرين إلى التخلص من العملات وإعادة تخصيص استثماراتهم في أدوات مالية قصيرة الأجل، ما نتج عنه تدفق رؤوس الأموال إلى خارج الدول المتأزمة.²

ابتداء من صيف 1993، كثفت البنوك المركزية الأوروبية تدخلاتها لمواجهة حملة المضاربات التي لم تنفع الاحتياطات الرسمية للدول³ التي استنفدت في كبحتها بسبب عظم حجم الأموال الساخنة التي تورطت في حملة المضاربات، ما أجبر الحكومات على توسيع هامش التقلب للسعر المركزي الأوروبي إلى نسبة 15%. نظرا لأن حملة المضاربات كانت قد أحدثت تغييرات كبيرة في احتياطات البنوك المركزية والتي أثرت بدورها على عناصر الأصول الاحتياطية الرسمية في موازين المدفوعات، فإنه يمكن الإشارة إلى تلك الأزمات على أنها أزمات موازين مدفوعات أيضا، حيث قدرت خسائر البنوك المركزية الأوروبية المتدخلة بين 4 إلى 6 مليار دولار ذهبت كأرباح للمضاربين.⁴ رغم الخسائر التي نجمت عن هجمات المضاربة، إلا أنها قامت بتصحيح قيمة الجنيه الإسترليني الذي غالت السلطات النقدية في تقييمه، مما انعكس إيجابا على الاقتصاد البريطاني الذي تحسنت تنافسيته.⁵

¹ Peter M. Garber & Michael G. Spencer, op. cit, pp. 222, 223.

² Fabio C. Bagliano & Others, op. cit, pp. 232, 249.

³ خلال الأزمة، كانت البنوك المركزية لبريطانيا، فرنسا، إيطاليا، السويد وإسبانيا قد تدخلت بقيمة 100 مليار دولار، وكان البنك المركزي الألماني لوحده قد تراجع احتياطاته بقيمة 50 مليار دولار.

⁴ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, op. cit, p 495.

⁵ Giancarlo Corsetti & Others, **The Role of Large Players in Currency Crises**, op. cit, p 222.

ثانيا: الأزمة المكسيكية 1994: تزامنا مع أزمة المديونية التي ضربت أهم الدول النامية الناشئة مع نهاية السبعينات وبداية الثمانينات من القرن الماضي، ومع تراكم القروض وفوائدها وتزايد مشاكل ميزان المدفوعات أعلنت المكسيك في سنة 1982 عن توقفها عن الوفاء بالتزاماتها التعاقدية إزاء البنوك التجارية والمؤسسات النقدية الدولية.¹ للتغلب على التشوهات التي أصابت الهيكل الاقتصادي والمالي، أعلنت الحكومة المكسيكية في سنة 1985 فك الارتباط جذريا مع سياسة الحماية بتخفيف القيود على الاستثمار الأجنبي والسماح بحيازة الأراضي، مع الانضمام إلى الاتفاقية العامة للتجارة والتعريفات، فضلا عن خطة تحرير جديدة أعقبها إصلاح ضريبي وبرنامج خصخصة جذري. ومنذ ذلك الحين، استمرت عملية الانفتاح دون توقف، وبحلول سنة 1987 كانت التجارة في المصنوعات قد تحررت كليا.

استهدف التحرير أهم النشاطات الاقتصادية الحقيقية من الصناعة إلى الزراعة، واستطاعت خطط التحرير والإصلاح تحقيق طفرة في الصادرات مدفوعة بارتفاع عائدات البنزول خلال الفترة 75-1985 والصادرات من المصنوعات، كما ارتفع إنتاج صناعات كثيرة وزاد الاستهلاك وارتفعت الإنتاجية في قطاع الصناعة، واستطاعت المكسيك استقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي ارتفع تدفقها بحلول سنة 1987 بعشرين مرة عما كان عليه في السبعينات، وأصبحت المشغل الرئيسي للعمالة في الصناعة.² إضافة إلى الصناعة والتجارة حظي قطاع البنوك باهتمام السلطات التي تقدمت بخطة إصلاح لتطويره وتحسين تنافسيته بتحريره من القيود التي فرضت عليه، حيث خفضت السلطات النقدية الاحتياطي الإلزامي وألغت إلزامية اقتناء سندات حكومية، كما ألغت القيود على الإقراض والاقتراض وسقوف أسعار الفائدة بالتزامن مع دمج بعض بنوك وخصخصة أكبر البنوك، ما أسفر عن تحسين فعالية النظام المالي في تخصيص الموارد المالية ورفع تنافسيته من جهة، وإصلاح عجز الميزانية العامة وتخفيض الدين العام من جهة أخرى.³

أعقب موجة التحرير المالي والتجاري توسع كبير في الإقراض، حيث تعدى معدل نموه نسبة 50% في الفترة 92-1994 مع ارتفاع حاد في القيمة الحقيقية لصرف العملة بحوالي 15%. غير أن ذلك النجاح لم يستمر طويلا، فتزامن ضعف القطاع الخاص مع دورة الانتعاش الإقراضي السريعة وتدني القدرة على مراقبة وتمييز

¹ حازم البلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، مايو 2000، ص 95.

² Aaron Tornell & Others, The Political Economy of Mexico's Entry into NAFTA, Regionalism versus Multilateral Trade Arrangements, NBER-EASE, Volume 6, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997, pp. 26-42.

³ Marcos Bonturi, Challenges in the Mexican Financial Sector, OECD Economics Department Working Papers N°339, 2002, p 06.

فعالية وكفاءة المؤسسات المقننزة أدى إلى تدهور جودة الائتمان وإفلاس بعض البنوك.¹ أدت السياسات غير المناسبة التي سبقت فترة ما بعد التحرير المالي إلى نشوب أزمة بنكية، ففي ظل قصور المعايير المحاسبية الإشرافية ونقص الشفافية إضافة إلى ضعف خبرة الكوادر البشرية القادرة على الإشراف الفعال على البنوك ومراقبتها توسعت البنوك بشكل كبير وغير مسبوق في إقراضها بدون ضمانات كافية وتجاهلت المخاطر التي تحكم عملياتها ما أضعف النظام البنكي الذي ارتفعت هشاشته وارتفعت الضغوط على ربحيته.² بحلول الأزمة السياسية في سنة 1994، بدأت ملامح عدم الاستقرار بالظهور تباعاً، حيث أدت الاضطرابات الخطيرة التي رافقت الانتخابات واغتيال مرشح الحزب الحاكم "دونالدو لويس كولوسيو" إلى انتشار عدم اليقين في الأسواق.³

ترتب على الأزمة السياسية انخفاض حاد في تدفقات رؤوس الأموال (أزمة توقف مفاجئ) وظهور العجز في ميزان المدفوعات واتساعه بالنسبة لحساب رأس المال، حيث كانت تدفقات رؤوس الأموال الخاص في غالبها استثمارات في المحافظ المالية سريعة التقلب والحركة مع بداية سنة 1990، وهو ما رفع المخاوف من عدم قدرة الدولة على خلق موارد من النقد الأجنبي تكفي لخدمة مديونيتها.⁴ في مسعى لتجنب انخفاض قيمة العملة وتراجع النمو، اتبع البنك المركزي المكسيكي سياسة توسعية مستخدماً الاحتياطات لدعم سعر الصرف، وهو ما أدى إلى تأكلها من 28 مليار دولار في فيفري 1994 إلى 6 مليار في منتصف ديسمبر 1994. غير أن استمرار حالة عدم اليقين شجعت المضاربة على انخفاض العملة، ما حدا بالبنك المركزي إلى تخفيض قيمة البيزو في ديسمبر 1994 ثم تعويمه لاحقاً (أزمة عملة) على إثر استنزاف الاحتياطات⁵ بعد ارتفاع في سعر صرف البيزو مقابل الدولار بنسبة 44% بين 20 و31 ديسمبر 1994، صعب معها على كثير من الشركات التي كانت تنشط في القطاعات غير التجارية تسديد ديونها المقومة بالدولار، ودفع الحكومة إلى التدخل لإنقاذ الوضع، حيث قدرت التكاليف بحوالي 20% من الناتج المحلي الإجمالي.⁷

¹ Aaron Tornell, Banks, Bailout Guarantees, and Risky Debt, op. cit, pp. 428-434.

² Marcos Bonturi, op. cit, p 06.

³ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, op. cit, p 207.

⁴ Sebastian Edwards, Does the Current Account Matter?, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, op. cit, pp. 29,30.

⁵ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص35.

⁶ A. Craig Burnside & Others, op. cit, p 205.

⁷ Aaron Tornell, Banks, Bailout Guarantees, and Risky Debt, op. cit, p 428.

مع حلول آجال استحقاق الديون قصيرة الأجل التي بلغت 28 مليار دولار، لم تكن السيولة المتوفرة والمقدرة بـ 6 مليار دولار كافية لسد التزامات الحكومة المكسيكية، الأمر الذي دفع الحكومة في أوائل 1995 إلى إعلان التوقف عن تسديد ديونها (أزمة مديونية)، حيث تدخلت الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي على عجل بضخ سيولة في شكل قروض لإنقاذ الدولة وتسديد المستحقات من الديون.¹ ومع ذلك، واصل سعر الصرف ارتفاعه متسبباً في تفاقم أزمة البنوك المستمرة (أزمة توأم)، وكانت النتيجة الصافية هي ارتفاع كبير في عجز الحكومة المكسيكية والمرتبطة بخطة إنقاذ البنوك المتأزمة.² مع انخفاض القيمة الاسمية ثم الحقيقية للعملة، انهارت أسعار السلع غير التجارية بالنسبة إلى السلع التجارية داخل المكسيك. بظهور أزمة التوقف المفاجئ، حدثت تصحيحات هامة في أسعار المنازل والأراضي في سنة 1995، تزامناً مع التراجع الكبير في تدفق رأس المال وانهايار الائتمان المحلي.³ تجدر الإشارة إلى أن الزيادة الكبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وتوسع البنوك المحلية في الإقراض التي سبقت أزمة التوقف المفاجئ كانت العامل الرئيسي وراء ارتفاع التضخم في قطاع الإسكان والزيادة الكبيرة في أسعار العقارات والأراضي.

باجتماع تلك الظروف، بدأت بوادر أزمة نظامية بالوضوح دفعت البنك المركزي المكسيكي إلى إطلاق مجموعة برامج لدعم النظام البنكي بإعادة هيكلة مديونيته من خلال تمديد فترة استحقاق القروض وتثبيت أسعار الفائدة على أساس معدل التضخم، كما قامت الحكومة ببيع وتصفية بعض البنوك ورفع رأسمال بنوك أخرى بضخ سيولة مالية سواء عن طريق القروض أو شراء المحفظة المالية. تكلفت تلك البرامج بإنقاذ النظام البنكي ولكن بتكاليف باهظة وقعت على عاتق الخزينة، حيث قدرت التكاليف بضعف حقوق المساهمين في البنوك وربع القروض القائمة، أي ما يعادل حوالي 20% من الناتج المحلي.⁴

ثالثاً: الأزمة الروسية 1998: غداة تفكك الاتحاد السوفيتي وانتهاء الحرب الباردة، فقد النموذج الاشتراكي الماركسي مصداقيته ما حدا بالدولة الروسية الوليدة إلى التحول المباشر والسريع إلى اقتصاد السوق في مسعى لبناء اقتصاد رأسمالي متقدم من خلال تسريع وتيرة الانفتاح الاقتصادي والمالي، وإطلاق برامج خصخصة تستهدف قطاعات التصنيع والموارد الطبيعية. لاستكمال سياسة الإصلاح والتحول الاقتصادي، تبنت الحكومة الفدرالية الروسية في منتصف 1995 برنامج استقرار واعد يستهدف التحكم في معدل التضخم عند حدود رقم

¹ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص35.

² A. Craig Burnside & Others, op. cit, pp. 205, 208.

³ Enrique G. Mendoza, op. cit, pp. 339-341.

⁴ Marcos Bonturi, op. cit, p 06.

واحد مع آفاق سنة 1997، تقليص عجز الميزانية العامة إلى حدود 3% من الناتج المحلي مع آفاق 1998 واستبدال طبع النقود بالاستدانة، وذلك لدعم تثبيت سعر الصرف. بيد أن ظهور بعض المستجندات وطبيعة النظام المالي الروسي حالت دون تحقق الأهداف المسطرة، فالاتفاقات المبرمة مع صندوق النقد الدولي رفعت من عجز الميزانية (7% في 1997) والدين الحكومي (50% من الناتج المحلي بقيمة 2018 مليار دولار في سنة 1997). وما زاد الأمر سوءاً أن النظام البنكي والسوق المالي الروسيين ظلا يتميزان بالاحتكار المركز لبعض البنوك المملوكة للدولة بالإضافة إلى الاضطرابات السياسية، وهو ما أدى إلى ارتفاع سعر الفائدة إلى معدلات قياسية بلغت 56% خلال الفترة ماي 1995 وجويلية 1997، في حين عرف الروبل ارتفاعاً بنسبة 5% بالمعدل الحقيقي في مقابل الدولار خلال نفس الفترة تزامناً مع انخفاض معدل التضخم إلى مستويات تقترب من المعدل المستهدف. ضاعفت تلك الارتفاعات من مشاكل الاقتصاد الروسي وهددت بوقف نموه، ولم تتوقف الارتفاعات في أسعار الفائدة حتى بعد انتخاب "يلتسن" رئيساً في سنة 1996 وتحرير السوق المالي الروسي.

غير أن نشوب الأزمة المكسيكية في سنة 1994 ثم أزمة جنوب شرق آسيا 1997 فاقم من الأزمة في روسيا. ابتداء من جانفي 1998، سجل خروج سريع لرؤوس الأموال وتعرض الروبل إلى مضاربة ابتداء من ماي 1998، ما أجبر البنك المركزي على رفع أسعار الفائدة، إلا أن استمرار انخفاض أسعار البنزول والارتفاع الدرامي للدين الحكومي قد عمق من متاعب الاقتصاد الروسي وفجر الأزمة في أوت 1998 مع انهيار البورصة الروسية وتراجع حاد في النشاط الاقتصادي (-4,9% مع نهاية 1998) حيث تم تخفيض قيمة الروبل ثم عوم في أوت 1998 تحت وطأة شح الاحتياطات وارتفاع عجز الحساب الجاري.¹

أدى التحرير المالي في غياب الخبرة والأجهزة القادرة على الإشراف بفعالية إلى توسع البنوك الروسية في الاقتراض بالدولار ثم الإقراض بالروبل في أنشطة خطيرة وبدون ضمانات كافية مستفيدة من الاستقرار في الروبل فارتفعت بذلك الأصول الخطرة لدى البنوك الروسية، ومع انخفاض الروبل ثم تعويمه شهدت روسيا ارتفاعاً في عدد البنوك المهددة بالإفلاس.² علاوة على ما سبق، ألقى الفساد الإداري بانعكاساته على الاقتصاد الروسي، حيث تسببت الإجراءات والشكليات الجمركية المعقدة والتغييرات المستمرة في التشريعات الجمركية وعدم اليقين بشأن كيفية تنفيذها ومحدودية المرافق والفساد على الحدود في ضياع المزايا التي قد تنزبت عن تخفيض الرسوم الجمركية وتحرير التجارة. أمام التحديات الهائلة وحجم المخاطر الكبير، ناشدت الحكومة الروسية الدول والمؤسسات الدولية

¹ Brian Pinto & Sergei Ulatov, Financial, Globalization and the Russian Crisis of 1998, Policy Research Working Paper N°5312, The World Bank, May 2010, p 02.

² Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, op. cit, p 308.

التدخل لإنقاذ اقتصادها المثقل بالمشاكل والموشك على الانهيار، وأعلنت عن التوقف عن الوفاء بديونها قصيرة الأجل لثلاثة أشهر¹.

أحدث انهيار نظام برتن وودز تحولات اقتصادية هامة وعميقة مست العلاقات الاقتصادية والمالية، نتج عنها تضخم المعاملات المالية تحت تأثير التحرير المالي الهائل وثورة المعلومات والاتصالات وطفرة الهندسة المالية بحيث أصبح النظام المالي هو قائد النمو ووصل حجم المعاملات المالية التي تتم أضعاف حجم المبادلات في السلع والخدمات. وعليه، أصبحت الاقتصادات شديدة الهشاشة وأكثر عرضة للأزمات المالية، كما أن الأزمات المالية نفسها أصبحت من التعقيد والتكلفة العالية ما يستعصي معالجتها بجهود محلية، وهو ما يمكن ملاحظتها في الأزمات التي ظهرت في القرن الحالي.

المطلب الثالث: أزمات القرن الواحد والعشرين

بعد أزمات العقد الأخير من القرن العشرين، تواصل مسلسل الأزمات المالية وترسخت المخاوف من انهيار آخر للنظام النقدي الدولي، حيث شهد العقد الأول من القرن الحالي ظهور أزمات مالية خلال ظرف وجيز ولكن في نطاق جغرافي أوسع بفعل انتشار العولة وثورة المعلومات والاتصالات والتحرير المالي غير المسبوق والتي ربطت الاقتصادات والأسواق المالية، وجعلت من الأحداث والأزمات تأخذ البعد الإقليمي والعالمي. فيما يلي سنحاول التعرض إلى أهم الأزمات المالية التي ظهرت خلال القرن الحالي.

الفرع الأول: أزمة الأرجنتين 2001

ترتب عن أزمات الأسواق الناشئة خلال العقد الأخير من القرن الماضي انهيار ثقة المستثمرين والشركات الكبرى في الأسواق الناشئة، خلفت انسحاب مفاجئ وحاد لرؤوس الأموال منها وهيمنة المضاربة على أسواق العملات، الأمر الذي أحدث اختلالات خطيرة في التوازنات الداخلية والخارجية للدول الناشئة، وقاد بعضها إلى إعلان عجزها عن إيجاد المعالجات المناسبة وطلب المساعدة من الدول الدائنة والمؤسسات النقدية الدولية. كأغلب الدول النامية وحتى المتقدمة، شرعت الأرجنتين في فك الارتباط مع السياسات المغلقة بتبني التحرير الاقتصادي

¹ Edgar Cudmore & John Whalley, Border Delays and Trade Liberalization, International Trade in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 14, National Bureau of Economic Research NBER, August 2005, pp. 392, 399.

الشامل والانفتاح الكلي والسريع على الخارج للخروج من تخلف الهياكل الإنتاجية القائمة، تسريع الاستثمارات وتحسين تنافسية وأداء الاقتصاد المحلي.

دفعت الرغبة الجامحة لرفع مستوى المعيشة في ظرف وجيز الأرجنتين إلى تمويل استهلاكها واستثماراتها عن طريق الاستدانة من الأسواق الدولية إلى مستويات فاقت قدرة اقتصادها على تسديد القروض وخدمة الفوائد وقد ترتب على ذلك ارتفاع كمية النقود المتداولة دفعت التضخم إلى بلوغ معدلات تاريخية (49000% في سنة 1989) أدخلت الأرجنتين في تضخم جامح أفقد النقود دورها وضرب مصداقية المؤسسات النقدية القائمة في الداخل والخارج.¹

لاحتواء حالة عدم الاستقرار، تم إنشاء مجلس العملة في أبريل 1991 وسن قوانين لتثبيت العملة المحلية البيزو بالدولار ومعادلتها مع الاستعداد للاستجابة لأي طلبات لتحويل العملات. أدى ربط البيزو بالدولار إلى التوسع في عرض النقود عند مستوى الاحتياطات من الصرف الأجنبي، حيث أفلحت تلك الإجراءات والشفافية في تخفيض سريع لمعدل التضخم إلى حدود 5% مع نهاية 1994 بالتزامن مع استعادة الاقتصاد المحلي لنشاطه السريع في حدود 8% خلال الفترة 1991-1994. وضع تجريد البنك المركزي من صلاحية مراقبة عرض النقود وإدارة السياسة النقدية وربط العملة المحلية بالدولار الاقتصاد المحلي في تبعية مفرطة للأحداث الدولية، ورفع من احتمال التعرض للصدمات الخارجية.

على إثر أزمة المضاربة على عملات الدول الناشئة في سنة 1994، اتهارت ثقة الجمهور والمستثمرين في الاقتصاد الأرجنتيني، أعقبها تدافع كبير على سحب الودائع من البنوك وارتفاع الإقبال على تحويل البيزو إلى الدولار، حيث لم يستطع البنك المركزي الأرجنتيني وقف عمليات بيع البيزو كما لم يستطع أداء مهامه كمقرض أخير، ما دفع الحكومة إلى طلب المساعدة من مؤسسات النقد والتمويل الدولية التي ضخت أكثر من 5 مليار دولار في سنة 1995 ساعدت في إنقاذ النظام البنكي مؤقتاً.²

ساهم اعتماد مجالس العملة ومعادلة البيزو بالدولار في ظل غياب التكافؤ بين الاقتصاد الأرجنتيني والأمريكي في ارتفاع أسعار الصادرات وتراجع تنافسياتها كما فاقم من المشكلة فرض ضرائب على بعض المواد والسلع الوسيطة التي تدخل في إنتاج الصناعة الوطنية بما فيها السلع القابلة للتصدير. وعليه، سجل الإقبال على

¹ نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج “دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية” المرجع السابق، ص ص. 108, 113.

² Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, op. cit, p 512.

السلع المستوردة ارتفاعاً وانخفاض الطلب على السلع الوطنية، ودخل الاقتصاد الأرجنتيني في سنة 1998 في ركود حاد وطويل أجبر الحكومة على رفع سعر صرف البيزو وتطبيق عمليات الخصخصة.¹ رفعت إجراءات الخصخصة من معدلات البطالة مع نهاية سنة 2001 إلى نسبة 20%، وأحدثت اضطرابات مدنية أسقطت الحكومة المنتخبة إضافة إلى أزمة بنكية عجزت معها الحكومة عن تسديد دينها الذي تجاوز 150 مليار دولار² بسبب انخفاض الاحتياطيات في أعقاب التدافع للتخلص من البيزو، هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، وقيام الحكومة برفع أسعار الفائدة وفرض مزيد من الضرائب والأعباء.³

في جانفي 2002، وتحت وطأة الأزمات، ألغت الأرجنتين العمل بمجلس العملة وخفضت قيمة البيزو إلى أكثر من 70%، وارتفع معدل التضخم ودخلت الدولة في ركود حاد وطويل.⁴

الفرع الثاني: الأزمة اليونانية 2011

عرفت الحقبة التي تلت الحرب الباردة تحسن أداء الاقتصاد الأمريكي ومعه التوازنات المالية، واستزج الدولار الأمريكي قوته خاصة مع بداية النصف الثاني من التسعينات، تلاها حوض الولايات المتحدة لحرب أفغانستان (2001) والعراق (2003) نتج عنها تشكيل تحالفات كترست هيمنة الولايات المتحدة على مورد الطاقة وأمنت مصادرها الطاقوية، وأصبح من الصعب الاستجابة لطلبات إصلاح النظام النقدي الدولي بما يتعارض مع المصالح الأمريكية.

لحفاظ على المصالح الأوروبية في مواجهة القطبية الأحادية الأمريكية وتمدد الرأسمال والنفوذ الأمريكي وهيمنة الولايات المتحدة على مفاصل الاقتصاد العالمي، تحركت أوروبا باستقطاب اليونان إلى السوق الأوروبي الموحد لوقف تغلغل الرأسمال الأمريكي، على الرغم من استثناء الفساد في مؤسسات اليونان والاختلالات التي

¹ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص 113.

² Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Addison Wesley, 7th edition, 2004, p 494.

³ المرجع اعلاه، ص 113.

⁴ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 7th edition, op. cit, p 494.

كانت واضحة في هياكلها الاقتصادية، وعدم استيفائها لشروط معاهدة "مايستريخت" للانضمام إلى الاتحاد الأوروبي.¹

لتقليص الهوة بين دول منطقة اليورو الشمالية الغنية ودول الجنوب الأقل غنى وتقدماً،² سعت اليونان إلى التوسع في الاستدانة بطرح السندات والاقتراض من البنوك الخارجية مستفيدة من الوضع الاقتصادي الجيد لدول المنطقة الشمالية والسمعة الائتمانية الحسنة لها في الأسواق الدولية ولدى وكالات التصنيف الائتماني، خاصة وأن أسعار الفائدة قد عرفت استقراراً عند مستويات منخفضة خلال العشرية التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008.³

حفزت وفرة القروض اليونان على التوسع المفرط في الإنفاق وعرض النقود وتمويل العجز والمشاريع المستقبلية بالاستدانة، بحيث أصبحت الدولة في حالة إدمان على الاستدانة وتعيش فوق مستوى إمكانياتها، ما أدى إلى تراكم القروض والفوائد المستحقة. مع انفجار الأزمة المالية العالمية 2008، كانت اليونان قد استفادت من قروض البنك المركزي الأوروبي وبفوائد منخفضة، أسوة بباقي دول الاتحاد الأوروبي، لمساعدة البنوك المحلية على مواجهة انعكاسات الأزمة والابتعاد عن شبح الإفلاس، فساهم ذلك في تراكم القروض وتضخم المديونية العامة بحيث وصل الدين العام اليوناني في سنة 2010 حدوداً قياسية بنسبة 144,9% من الناتج المحلي الإجمالي.

مع تكشف الوضع الحقيقي المزدي للاقتصاد اليوناني، خفضت وكالات التصنيف الائتماني تصنيفها للديون اليونانية، فارتفعت علاوة التأمين وعلاوة المخاطرة التي يجب أن تدفعها الحكومة اليونانية، كما انخفضت أسعار السندات اليونانية وارتفعت أسعار الفائدة عليها في الأسواق المالية، وبذلك تفاقمت المديونية العامة إلى مستويات خطيرة. تحركت دول الاتحاد الأوروبي على عجل لإنقاذ اليونان ومعها سمعة وتماسك الاتحاد الأوروبي من خلال تقديم القروض لتهدئة الأسواق المالية، مع إجبار اليونان على تطبيق إجراءات تقشفية لتخفيض عجز الميزانية. بيد أن فشل اليونان في بلوغ الحدود المطلوبة رفع من شكوك المستثمرين حول قدرتها على السداد ورفع من المضاربة عليها، الأمر الذي دفع بوكالات التصنيف الائتماني إلى تخفيض تصنيفها للديون اليونانية ما عمل

¹ عبد الأمير سعد، قراءة نقدية في الأزمة المالية اليونانية، مجلة بحوث اقتصادية معاصرة، مركز دراسات الوحدة العربية بيروت لبنان العدد 57-58، شتاء-ربيع 2012، ص228.

² شكل الاقتصاد اليوناني حوالي 6,2% من الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو، فيما بلغت نسبة البطالة في اليونان حوالي 7,7%، وهو رقم يفوق الدول الأوروبية الأخرى.

³ رازي محي الدين، مسببات الأزمات المالية العالمية ومنعكساتها، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 29، العدد الثاني، 2013، ص424.

على رفع علاوق التأمين والمخاطرة وصعب من مهمة البنك المركزي الأوروبي.¹ في 02 ماي 2010، وبعد اجتماع مع صندوق النقد الدولي، أطلق البنك المركزي الأوروبي حزمة مساعدات عاجلة لإنقاذ اليونان بقيمة 110 مليار دولار لبعث الطمأنينة لدى المستثمرين، التخفيف من حدة عدم اليقين لديهم، وتهدئة الأسواق المالية، مع فرض إصلاحات صارمة وإجراءات تقشفية مست حتى الجوانب الاجتماعية لإرضاء جمهور المتعاملين في الأسواق المالية إضافة إلى المقرضين، حيث تمخض عن ذلك اضطرابات اجتماعية عمت اليونان.²

¹ أوكيل نسيمه وآخرون، الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها، مجلة بحوث اقتصادية معاصرة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 61-62، شتاء-ربيع 2013، ص12.

² الطاهر زيتوني، تطور أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو وانعكاساتها على الصادرات البنزولية للدول الأعضاء، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الأقطار العربية المصدرة للبنزول أوأبك، الكويت، المجلد 41، العدد 152، 2015، ص116.

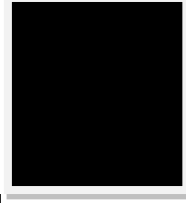
خاتمة الفصل الثاني

شهدت الأنظمة الاقتصادية أزمات اقتصادية ومالية اختلفت في درجة حدتها والقطاعات المتأثرة علاوة على مداها الزمني والمكاني. رغم ذلك، كان لبعض الأزمات تأثير أوضح وأعمق على عمل مؤسسات القطاع المالي ومن ثم القطاع الحقيقي، وبالتالي على استقرار الاقتصادات المحلية والاقتصاد العالمي. أدت موجة التحرير المالي التي اجتاحت الاقتصادات النامية والمتقدمة بعد انهيار نظام "بروتن وودز" في سنة 1972 إلى مزيد من التعقيد في العلاقات المالية والاقتصادية وزادت التشابكات بين القطاعات داخل الدول وبينها، ما جعل من الأزمات ظواهر شديدة التعقيد عصية المعالجة بجهود أحادية، الأمر الذي دفع الدول المتأزمة إلى طلب تدخل ومساندة الدول والمؤسسات النقدية الدولية لانتشالها من الكساد الاقتصادي الشامل الناجم عن احتمال انهيار الأنظمة المالية المتضررة بالأزمة وتوقفها عن أداء وظائفها الحاسمة.

من خلال التطرق للأزمات المالية قديمها وحديثها، أخطرها وأشدها خطورة على الأنظمة الاقتصادية يتضح جليا الدور المباشر والرئيسي للقطاع المالي في ظهورها ونقل عدواها إلى مؤسسات القطاع الحقيقي في أكثر من إقليم نتيجة تضخم القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي، بحيث اتضح ضعف الارتباط بينها، ما جعل من القطاع المالي ينحرف عن وظائفه المذكورة سابقا ويصبح مصدرا لعدم الاستقرار الاقتصادي. الملاحظ أن الأزمات قد اشتدت خطورتها وتوسع نطاق انتشارها بعد عقد السبعينات وجعل من استيعاب خسائرها ومعالجتها جد مكلفة، ويرجع السبب في ذلك إلى ثورة التحرير المالي التي اجتاحت مختلف الاقتصادات في غياب الأطر المؤسسية القادرة على إدارتها بفعالية، وتطور استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات التي ربطت مختلف الأسواق المعلومات وزادت من سرعة انتشار الإشاعات والأحداث، ما أدى إلى تضخم القطاع المالي وازدياد أهمية الأموال الساخنة. وضعت تلك التطورات الحكومات أمام تحديات كبيرة للتعامل معها وإعادة الثقة إلى الأنظمة المالية وأسواقها المالية، وفرض عليها الدخول في عمليات تنسيق وتعاون مع سلطات دول أخرى ومؤسسات النقد الدولية لتقاسم عبء الأزمات المالية. مع ظهور كل أزمة، يبرز أكثر عجز الأجهزة المحلية والمؤسسات النقدية الدولية عن توقع الأزمات.

وعليه، كشفت الأزمات المالية الدولية عن خطورة القطاع المالي المؤسس على الحرية المفرطة وقصور الأطر الإشرافية والرقابية، حيث شجعت هذه البيئة على تفشي الممارسات السلبية التي من شأنها أن تعمل على انحراف المؤسسات المالية عن أداء الأدوار الاقتصادية المنوطة بها بما أثر سلبا على القطاع الحقيقي، وهو ما يجعل من تعزيز التنظيم والإشراف السليم والفعال على النظام المالي غاية في الأهمية وضرورة ملحة لتفادي الوقوع في أزمات مالية يقع عبئها على القطاع الحقيقي.

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



الفصل الثالث

أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



تمهيد

جعلت الأحداث التي ظهرت ابتداء من سبعينات القرن الماضي من الأنظمة المالية على درجة كبيرة من التعقيد والمهشاشة بعد أن رفعت موجة التحرير المالي وتطور تكنولوجيات الإعلام والاتصال من تشابك العلاقات الدولية، وزادت من الاعتماد المتبادل بين الدول إلى درجة التكامل أحيانا، وبذلك أصبح انتقال الأزمات من قطاع لآخر ومن سوق لآخر سهلا وسريعا. في هذا السياق، تعتبر دول جنوب شرق آسيا من أول الدول النامية التي تبنت التحرير المالي والاقتصادي لتوفير البيئة المناسبة لاستقطاب رؤوس الأموال في سبيل غلق فجوة الادخار وتوفير التمويل لتسريع وتيرة الاستثمار، ما سمح لها بتحقيق إنجازات تاريخية على مستوى مؤشرات القطاع الحقيقي فيما أطلق عليها "المعجزة الآسيوية". بيد أن مسيرة النمو لم تخل من اختلالات، حيث ساهمت مجموعة من العوامل الدولية إلى جانب المحلية في توفير البيئة المناسبة لتفجر وتطور أزمة مالية التي عرفت انتشارا إقليميا ودوليا ابتداء من سنة 1997، نتج عنها خسائر كبيرة كادت أن تمحو الإنجازات المحققة خلال عقود، استدعت تدخل عدة جهات اعتبرت الأضخم إلى ذلك الحين، حيث اعتبرت أخطر الأزمات المالية التي اجتاحت العالم النامي منذ أزمة المديونية 1982.

ما إن بدأت الأسواق تتعافى من تبعات أزمة جنوب شرق آسيا 1997 مع بداية الألفية الحالية حتى جاءت الأزمة المالية العالمية 2008 في سياق بلغ فيه التحرير المالي أوجه وبلغ التطور التكنولوجي مستوى غير من هيكل الاقتصادات الوطنية لصالح القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي، وأصبحت حركات رؤوس الأموال الساخنة والأسواق المالية المشبعة بالأدوات المالية المشتقة هي المحرك الدافع للاقتصاد الدولي، ما وضع الاقتصاد العالمي على درجة خطيرة من المهشاشة وشديد الحساسية للصدمات.

سنحاول في هذا الفصل التطرق بالتحليل إلى أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية

2008، و< لك من خلال تخصيص مبحثين، هما:

المبحث الأول: أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008؛

المبحث الثاني: تطور الأزميتين والجهود المبذولة لمواجهتهما.

المبحث الأول: أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008

شهد العالم أزمات مالية كثيرة تفاوتت من حيث الحدة والانتشار، إلا أن أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 تبقى أخطر وأشد الأزمات المالية وأكثرها عمقا وأعلىها تكلفة وأوسعها انتشارا بعد أزمة الكساد العظيم 1929، حيث شملت تداعياتهما حل اقتصادات العالم وكل القطاعات الاقتصادية وتوسع تأثيرهما إلى أسواق كثيرة نتيجة العلاقات الاقتصادية والمالية المباشرة وغير المباشرة التي تربط مختلف الأسواق، بحيث هددت استقرار الاقتصاد العالمي ووجود النظام المالي العالمي القائم. إن الخروج بفهم واضح عن الأزميتين الماليتين لا يمكن بأي حال دون البحث في الأسباب التي أدت إلى حدوثهما، حيث أن تعقيد العلاقات الاقتصادية والمالية والنزايط الوثيق والمتشابك بين مختلف الدول بفعل التغيرات التي عرفها الاقتصاد العالمي منذ 1972 جعل من الأسباب عديدة ومتشابهة.

المطلب الأول: أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997

لم تخل الإنجازات المحققة على مستوى مؤشرات القطاع الحقيقي في منطقة جنوب شرق آسيا فيما أطلق عليها "المعجزة الآسيوية" من اختلالات هيكلية بدأت بالظهور في بداية التسعينات. جاءت أزمة جنوب شرق آسيا 1997 لتضرب أكثر الاقتصادات نموا خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وكادت أن تبدد كل الإنجازات المحققة. نظرا لأن دول الأزمة الآسيوية 1997 هي أسواق ناشئة، فقد كان للأزمة انعكاسات على باقي الأسواق الناشئة والنامية وحتى الدول المتقدمة زادت من النظرة التشاؤمية وانتشرت المخاوف والشكوك بشأن صلابتها وقدرتها على مواصلة النمو، حيث أن اعتماد دول الأزمة في نموذج نموها على الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي الشامل والسريع جعلها أكثر عرضة للصدمات الخارجية، وجعل من الأسباب الكامنة وراء الأزمة كثيرة ومتعددة وشديدة الترابط، من أهمها:

الفرع الأول: أسباب متعلقة بعوامل خارجية

أسهم الاندماج السريع والقوي لدول جنوب شرق آسيا في الاقتصاد العالمي في انكشاف اقتصاداتها على التقلبات الخارجية، جعلها في حساسية شديدة للتغيرات التي تحدث في الدول الصناعية المتقدمة، ولذلك فقد كان

للعوامل الخارجية دورا هاما في حدوث أسوأ أزمة مالية اجتاحت اقتصادات جنوب شرق آسيا خلال القرن الماضي يمكن توضيح أهمها بشيء من التفصيل، كآآتي:

أولاً: اختلال ميزان المدفوعات: اعتمدت دول جنوب شرق آسيا المشمولة بأزمة 1997 في نموها على قطاع التصدير كقطاع رائد وقاطرة النمو، حيث تم تركيز كل الجهود وتوجيه كل السياسات لخدمة هذا القطاع الاستراتيجي وتذليل العقبات التي قد تقف حائلا أمام نموه السريع. حققت سياسات تشجيع الصادرات نتائج باهرة سواء من ناحية معدلات النمو التي فاقت المعدل العالمي أو من ناحية السلع والخدمات التي تدخل في تركيبة الصادرات، إلا أن تلك الإنجازات غير المسبوقة في العالم النامي في التاريخ الحديث لم تستطع الصمود، حيث تعمق العجز في الحساب الجاري مع بداية العقد الأخير من القرن الماضي على إثر ظهور مجموعة من المستجدات المحلية والدولية. تشير إحصاءات صندوق النقد الدولي إلى اتساع فجوة الصادرات والواردات منذ سنة 1990 بشكل خطير هدد نموذج التنمية الاقتصادية والاجتماعية القائم على استمرار وتيرة الصادرات،¹ فتجاوز عجز الحساب الجاري في دول الأزمة الحدود الحرجة والتمثلة في 5% من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بعد فتره من الراج (1985-1990) تحقق فيها فوائض قياسية.² يرجع الاختلال في ميزان المدفوعات ووصوله إلى ذروته إلى انكماش الصادرات وارتفاع الواردات، نتج عنها ارتفاع التوقعات بتخفيض سعر صرف العملة أججت المضاربات على العملات المحلية التي فجرت أزمة عملة، تطورت إلى أزمة مصرفية ومالية دولية أساءت للسمعة المالية للدول النامية عموما. عملت المستجدات الدولية التي بدأت بالظهور مع نهاية عقد الثمانينات وبداية التسعينات في اتجاه إضعاف القدرة التنافسية لصادرات دول المنطقة وكبح نموها، ومن أهم تلك المستجدات:

أ- اتجاه سعر صرف الدولار إلى الانخفاض مقابل العملات الرئيسية بعد اجتماع الدول السبع الكبار في بلازا في 22 سبتمبر 1985، وقد واصل الدولار تراجعته بعد اجتماع الدول الخمس الكبار في ماي 1986 بعد التأكد من دخول الاقتصاد الأمريكي في ركود يصعب الخروج منه في الأجل القصير، حيث أدى تدهور الدولار إلى ارتفاع سعر صرف عملات دول جنوب شرق آسيا. تأسست إستراتيجية التوجه للتصدير في دول جنوب شرق آسيا على سعر صرف ثابت مرتكز على الدولار، تبدي فيه السلطات النقدية بشكل صريح استعدادها للتدخل في أسواق الصرف لدعم العملة بشكل كامل في مواجهة أي تقلبات باستخدام الاحتياطي من الصرف الأجنبي الذي تحقق خلال حقبة ذروة الصادرات. أدى نظام سعر الصرف الثابت دورا هاما في الحفاظ على

¹<http://www.imf.org/en/Countries/> 24-08-2018

² Giancarlo Corsetti & Others, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°6833, December 1998, pp. 08, 09.

استقرار الأسعار خلال حقبة الثمانينات، حيث كشفت دراسة لـ "إدوارد" (Edwards, 1993) على 52 دولة نامية، بما فيها دول جنوب شرق آسيا، خلال الفترة 1980-65 عن دور نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بالدولار في تعزيز الانضباط المالي، وبالتالي استقرار الأسعار عند معدلات منخفضة.¹ غير أن تبني سعر صرف غير مرن للتحكم في التضخم والحفاظ على استقرار أسعار الصرف قد رهن قرارات السلطات النقدية للتغيرات في الدولار والتطورات التي تحدث في الاقتصاد الأمريكي، وهو ما خفض من استقلالية السياسات النقدية ورفع من احتمالات تعرض العملات لهجمات مضاربة.²

علاوة على ما سبق، يتطلب الاعتماد على نظام صرف ثابت غير مرن من السلطات النقدية إتباع سياسات معينة، أبرزها:

- تعزيز سلامة النظام البنكي؛
 - وجود رقابة احترازية قوية وفعالة على ميزانية البنوك وعلى حركة الأموال؛
 - تحسين كفاءة الوساطة المالية في جمع الادخار؛
 - تطوير الأسواق المالية لتمكين المؤسسات من تنويع مصادر الاقتراض والتخفيف من الضغط على البنوك؛
 - التحكم في التضخم عند معدلات دنيا؛
 - مديونية أجنبية منخفضة واحتياطات أجنبية كافية لتغطية الخصوم الأجنبية قصيرة الأجل.³
- يتطلب الارتكاز في سعر الصرف على عملة أخرى بطريقة آمنة يتحقق من وراءها الاستقرار المالي أن تكون الدولة صاحبة العملة الارتكازية تتمتع بمعدل تضخم مستقر، وأن تكون العملة الارتكازية تتمتع بالاستقرار النسبي، وهو ما كان غير متوفر في الدولار.⁴

لقد كان لسياسة سعر الصرف الثابت القائمة على ربط العملات المحلية بالدولار أثارا وخيمة على موازين مدفوعات دول الأزمة الآسيوية 1997، فبالإضافة إلى التداعيات السلبية لاعتماد اقتصادات المنطقة في صادراتها الصناعية على السوق الأمريكي بالدرجة الأولى (20% في سنة 1992) ثم اليابان (10%) والاتحاد الأوروبي

¹Sebastian Edwards, Exchange Rates as a Nominal Anchors, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°4246, December 1992, p 37.

² Maurice Obstfeld & Alan M.Taylor, Globalization and Capital Markets, Globalization in Historical Perspective, op. cit, p 133.

³Frederic S.Mishkin and Others, Financial Policies, op. cit, p 124.

⁴ مجدي محمد شهاب وسوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى، 2006، ص158.

وفي واردتها من السلع الرأسمالية على اليابان (26%) ثم الولايات المتحدة (15%)، ساهم الإفراط في الارتكاز على الدولار في كشف الاقتصادات المحلية للصدمات الخارجية وارتفاع نسبة تعرضها للأزمات المالية الحادة خلال عقد التسعينات.¹ ومع ارتفاع قيمة الدولار في النصف الثاني من سنة 1995، عرفت أسعار الصرف الحقيقية للعملة المحلية ارتفاعات هامة وصلت أوجها في سنة 1997، حين ارتفعت قيمة الدولار بالنسبة لعملة كل من تايلاند، ماليزيا، الفلبين، كوريا الجنوبية وإندونيسيا بنسب 78، 52، 107 و 151% على التوالي مدفوعة باتساع عجز الحساب الجاري لدول المنطقة²، ما أدى إلى إشاعة الاعتقاد بأن العملات المحلية مسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية، ورفع التوقعات باحتمال حصول تخفيضات أكثر ترتب عليه إطلاق حملة مضاربات على العملات المحلية التي تدهورت قيمتها أكثر. وعليه، تآكلت القدرة التنافسية لصادرات المنطقة واختل ميزان المدفوعات واضطرب تدفق رؤوس الأموال (خروج فجائي لرؤوس الأموال الوطنية والأجنبية)، ما أحدث موجة كساد تضخمي اجتاحت دول الأزمة (انخفاض حاد في معدل النمو وارتفاع معدل التضخم إلى معدلات قياسية في سنة 1998 بلغت أوجها في إندونيسيا بنسبة 58%)³ وارتفعت بذلك المطالبات برفع علاوة مخاطر الصرف.⁴

ب- استفادت الصين من أزمة صادرات المنطقة واستحوذت على نصيب هام من أسواق تصريفها وأصبحت مصدرا هاما لكثير من السلع كثيفة العمل التي طالما تميزت بها الدول الآسيوية بفضل توظيفها لميزاتها كإخفاض تكلفة اليد العاملة وتخفيضها لسعر صرف اليوان، لإغراق الأسواق الدولية بالسلع والخدمات الصينية.⁵ إن تمسك الصين بسعر صرف منخفض لعملتها قد أشاع الخوف لدى دول جنوب شرق آسيا من فقدان الأسواق المحلية والأجنبية لصالح المنشآت الصينية، ما دفع بها إلى الاستمرار في تخفيض عملاتها الذي أدى إلى

¹ Chia Siow.Yue, Regionalism and Subregionalism in ASEAN : The Free Trade Area and Growth Triangle Models, Regionalism versus Multilateral Trade Arrangements, NBER-EASE, Volume 6, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997, p 278.

² Giancarlo Corsetti & Others, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, op. cit, p 09.

³ <https://bit.ly/3gKy0fM/> 30-08-2018

⁴ Kenneth S. Rogoff and Others, op. cit, p 24.

⁵ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص 67.

ترسيخ الاعتقاد لدى المستثمرين بالتسعير المنخفض لعملائها ورفع احتمالات حصول ارتفاعات مستقبلية، حيث زعزع ذلك الثقة في العملات المحلية وساهم في تراجع صافي تدفق رؤوس الأموال إليها.¹

ت- في الوقت الذي بدأت فيه الصادرات بالانكماش نتيجة للأسباب السابقة، ارتفعت واردات المنطقة بمعدل تجاوز نمو الصادرات خلال الفترة 90-1995. يرجع ظهور تلك الفجوة وتوسعها إلى عوامل كثيرة، أهمها ارتفاع الطلب المحلي نتيجة تحسن المؤشرات الاقتصادية خلال فترة الرواج الاقتصادي والتصدير المدفوعة بالارتفاع التاريخي لمعدلات الاستثمارات (35% من الناتج المحلي الإجمالي)، غير أنه يأخذ على طفرة الاستثمارات توجهها إلى القطاعات الخدمية التي لا تدخل في تركيبة الصادرات.

ث- على الرغم من ارتفاع الادخار المحلي، إلا أن فجوة الادخار ظلت قائمة، حيث دفع عجز الادخارات المحلية عن تمويل الاستثمارات المحلية حكومات دول الأزمة الآسيوية إلى الانسحاب من إدارة الاقتصاد تدريجياً وتشجيع تدفقات الاستثمارات الأجنبية والقروض الأجنبية قصيرة الأجل.² لتشجيع تدفق الاستثمارات الأجنبية، أدخلت دول الأزمة إصلاحات مالية مع بداية العقد الثامن من القرن الماضي استهدفت تحرير أسعار الفائدة، تعزيز استقلالية البنوك، رفع كفاءة عمل النظام المالي، تحرير معاملات النقد الأجنبي، إضافة إلى فتح باب الاستثمار لرأس المال الأجنبي والسماح للشركات والمؤسسات المالية المحلية للوصول إلى مصادر التمويل الأجنبية.³ ساهمت تدابير التحرير المالي والاقتصادي في تحقيق نتائج إيجابية تجسدت خاصة في ارتفاع تدفق رؤوس الأموال إلى دول الأزمة،⁴ غير أن تلك المنافع لم تكن مجانية فقد ترتب عليها تكاليف من زيادة حساسية اقتصادات المنطقة للتغيرات الخارجية وتكريس تبعية اقتصادات المنطقة إلى العالم الخارجي، خاصة في ظل ضعف الاستثمارات البينية التي لم تتجاوز 9,2% من إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر في المنطقة في سنة 1992.⁵ وفي هذا الصدد، صاحب ارتفاع تدفق الاستثمارات الأجنبية تعريض دول الأزمة لمخاطر الخروج الفجائي لرؤوس

¹ Barry Eichengreen and Hui Tong, The External Impact of China's Exchange Rate policy : Evidence from Firm Level Data, IMF Working Paper N°11/155, p 16.

² عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، دار الشروق، مصر، الطبعة الأولى 2000 ص 114.

³ عادل بلجبل، التجارب التنموية للاقتصادات الناشئة في بلدان جنوب شرق آسيا وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة1، الجزائر، 2016/2017، ص94.

⁴ Andrea Bassanini & Others, Economic Growth : the Role of policies and Institutions : Panel Data. Evidence from OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers N°283, 2001, p 11.

⁵ Chia Siow.Yue, op. cit, p 282.

الأموال وما ينتج عنه من خسائر اقتصادية، ارتفاع معدل البطالة، انخفاض سعر الصرف، ارتفاع حاد في سعر الفائدة الحقيقي، واحتمال سحب الائتمان الأجنبي الذي يقيد شروط الإقراض المحلي ويسهم في تآكل جزء هام من القيمة الرأسمالية للبنوك المحلية.¹ نتج عن تزامن انخفاض سعر الصرف مع الارتفاع الحاد في أسعار الفائدة ارتفاع سريع في قروض البنوك المتعثرة، خاصة في قطاع العقار الذي شهد إفلاس كثير من الشركات الناشطة فيه التي قامت بتمويل مشاريعها العقارية بالاقتراض من البنوك المحلية بالدولار بدون تغطية، حيث دفعت الوضعية الحرجة للبنوك إلى تخفيض إقراضها في مسعى منها لتلبية متطلبات معدل كفاية رأس المال والتي كانت محل مطالبة من صندوق النقد الدولي، ما هدد برفع طلبات إغلاق البنوك ضعيفة رأس المال.²

علاوة على الاستثمارات الأجنبية، ترتب على لجوء دول الأزمة إلى الاستدانة لسد عجز ميزان المدفوعات (عمليات تعويضية) زيادة مدفوعات الدول إلى الجهات الدائنة، فقد كان للاعتماد على تدفق رؤوس الأموال في سد فجوة ميزان المدفوعات أعباءه، حيث تبعه ارتفاع معدل نمو عرض النقود ومن ثم ارتفاع الأسعار، ظهور الفقاعات، وانخفاض أسعار الفائدة، والتي أدت في المحصلة إلى توقف فجائي في تدفق الأموال إلى دول الأزمة وبداية خروج رؤوس الأموال منها نتيجة تدني العائد في المنطقة مقارنة بدول أخرى أحسن حالاً.³

أخفى الازدهار الاقتصادي الذي تحقق بالمنطقة ضعفا وهشاشة اقتصادية، كان أبرزها ضعف الارتباط بين الاستثمارات المحققة والادخار الوطني.⁴ بدأت العلاقة بين الاستثمار والادخار بالتدهور ابتداء من سنة 1981 بعد مباشرة إجراءات التحرير المالي في ظل ضعف النظام المالي وعدم جاهزيته للعب أدواره، وتعمقت مع بداية سنة 1988 حيث أصبحت الاستثمارات المنجزة لا تحدها الادخارات المجمعمة من مختلف مؤسسات النظام المالي.⁵ طرحت التدفقات العالية من رؤوس الأموال عدة تحديات لإدارتها بفعالية لتجنب تسربها إلى أنشطة مضاربات بما يضر اقتصادات المنطقة ويعجل برحيل تلك الاستثمارات، وهو ما فشلت فيه حكومات المنطقة نتيجة ضعف الأجهزة الرقابية فيها وضعف كفاءة أنظمتها المالية، مع توجه سلطاتها إلى التعجيل بتحرير سوق

¹Ahmad Galal, Globalization and the Economic Well-Being of Citizens, the Egyptian Center for Economic research Egyptian Center for Economic Studies, working paper N°59, August 2001, p 05.

²Steven Radelet & Jeffrey Sachs, The Onset of the East Asian Financial Crisis, Currency Crises, National Bureau of Economic Research, January 2000, p 115.

³ سامي خليل، المرجع السابق، ص 1454.

⁴ Won-Am Park, Financial Liberalization: The Korean Experience, Financial Deregulation and Integration in East Asia, National Bureau of Economic Research, January 1996, p 263.

⁵ Michael D.Bordo & Marc Flandreau, Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization, Globalization in Historical Perspective, National Bureau of Economic Research, January 2003, p 421.

رأس مالها بطريقة أقل ما يقال عنها متهورة وغير مدروسة العواقب، نتج عنها ارتفاع علاوة الخطر ودفع المستثمرين إلى تصفية استثماراتهم، خاصة بعد ارتفاع أسعار الفائدة في الدول الصناعية واتساع العجز في الميزان الجاري في دول الأزمة الذي شجع على إطلاق حملة مضاربات على العملات المحلية التي استنفذت غالبية الاحتياطي من الصرف الأجنبي في الدفاع عنها.¹ إضافة إلى ما سبق، أدى الإفراط في اعتماد دول المنطقة على معدلات الاستثمار العالية إلى ارتفاع قياسي في نمو معدلات عوامل الإنتاج بسبب خضوع الاستثمار لقانون تناقص العائدات، وهو ما أضر بقدرة اقتصادات المنطقة على الاستمرار في النمو، كما أن الاعتماد على رأس المال في توليد الناتج وزيادة الإنتاجية أدى بدوره إلى ارتفاع نصيب رأس المال الذي أثر سلبا على إنتاجية باقي عوامل الإنتاج.²

مع سعي دول المنطقة لخلق فجوة الادخار عبر الإفراط في تشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وتحت تأثير ارتفاع التوقعات باستمرار تسجيل معدلات نمو مرتفعة، بدأت الطاقات العاطلة غير المستخدمة بالظهور والتوسع في كثير من القطاعات، وتبرز تلك الطاقة جليا في قطاع الخدمات الذي لا توجه مخرجاته إلى العالم الخارجي ولا يدر أي نقد أجنبي، إضافة إلى بعض الصناعات. على ضوء ظهور طاقات عاطلة وتدني عوائد الصادرات من النقد الأجنبي وتراجع تنافسيتها، استمرت الضغوطات على احتياطات الصرف الأجنبي في الارتفاع، ما أضعف قدرة الدول على سداد التزاماتها الخارجية التي فاقت قدرة تحمل ميزان المدفوعات على المدى الطويل (الملاءة طويلة الأجل). باجتماع العوامل السابقة، بدأ تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المنطقة بالتباطؤ تطور لاحقا إلى تسجيل معدل صافي سالب.

ثانيا: ارتفاع المديونية الخارجية: تعد المديونية الخارجية أهم المؤشرات التي يمكن الاستدلال به لتبيان درجة خطورة الاختلالات التي صاحبت مسيرة النمو في دول جنوب شرق آسيا، حيث تجسدت الاختلالات ومواطن الضعف التي ميزت موازين المدفوعات والأنظمة المالية في ارتفاع المديونية الخارجية والتي رافقها سوء إدارة الدول المدينة لتلك المديونية، الأمر الذي جعل منها عنصر عدم استقرار ساهم في توفير البيئة المناسبة لتفشي المضاربات التي قادت إلى تفجر الأزمة.³ سجلت المديونية الخارجية ارتفاعا بلغت مستويات خطيرة في سنة 1996 بلغت 56، 50، 49، 40، 28، و10% من الناتج المحلي لكل من إندونيسيا، تايلاند، الفلبين

¹ Nadeem UI Haque, The Asian Crisis, Egyptian Center for Economic Studies, working paper N°30, June 1998, p 02.

² Robert Dekle & Kenneth Kletzer, op. cit, pp. 539-541.

³ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص ص 110، 116.

ماليزيا، كوريا الجنوبية، وسنغافورة على التوالي، مع اتساع فجوة ميزان الموارد¹ المطلوب لاستقرار المديونية على المدى الطويل. عرف هيكل المديونية الخارجية لدى دول الأزمة الآسيوية تغيرا ملحوظا، فبعدها كانت مديونية تلك الدول تتشكل أساسا من القروض طويلة الأجل، أخذت هذه الأخيرة بالانخفاض لتحل محلها القروض قصيرة الأجل من البنوك التجارية، وبذلك ارتفعت نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى إجمالي المديونية في سنة 1996 في كل من كوريا الجنوبية، إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، وتايلاند إلى 50، 25، 28، 19، 20، 41% على التوالي عجزت معها الاحتياطات الأجنبية عن تغطيتها، حيث تجاوزت المديونية قصيرة الأجل الاحتياطات الأجنبية في كوريا الجنوبية (203%) وإندونيسيا (176%)، فيما بلغت 2، 40، 79، 100% في سنغافورة ماليزيا، الفلبين، وتايلاند على التوالي.²

مع استمرار العجز في موازين المدفوعات، عرفت المديونية الخارجية منحى خطيرا حدث من قدرة الاقتصادات المحلية على خدمة أعباء المديونية وخفضت من قدرة الدول على مواجهة التزاماتها. حفز ارتفاع السيولة الناتج عن الاقتراض المفرط (المديونية) السلطات النقدية على رفع العرض النقدي، والذي تزامن مع انخفاض النشاط الاقتصادي بعد الركود الذي أصاب قطاع الصناعات التصديرية، وهو ما أدى في المحصلة إلى ارتفاع الأسعار والأعباء الاجتماعية وانخفاض الحافز على الادخار نتيجة انخفاض معدل الفائدة الحقيقي، دفع المقرضين إلى رفع أسعار الفائدة الاسمية ومن ثم ارتفاع الأعباء.³ تجدر الإشارة إلى أن ارتفاع المديونية الخارجية في ظل انخفاض الاحتياطات الأجنبية عادة ما يصاحبها أزمة تؤثر سلبا على سيادة الدول على سياساتها النقدية بخصوص تحديد العرض النقدي، ويحد من قدرتها على تقديم الإعانات لبنوكها المحلية والاستمرار في تقديم الضمانات لبنوكها أمام دائئها الأجانب، فتنخفض مصداقيتها لدى المستثمرين والدائنين الأجانب وتتفاقم مشكلة الخطر المعنوي التي تصعب من مهمة الدول للوصول إلى مصادر التمويل الخارجية بسبب اتجاه الدائنين لتشديد شروط الإقراض، ورفع علاوة الخطر التي تؤدي بدورها إلى ارتفاع أسعار الفائدة. وعليه، شهدت دول جنوب شرق آسيا المدينة تباطؤا في تدفق رؤوس الأموال إليها مقابل تسارع خروج الاستثمارات منها، مع استنزاف

¹ فجوة ميزان الموارد هي الفرق بين الميزان التجاري الجاري و الفائض التجاري، حيث تتسع الفجوة في الدول التي يكون فيها كل من نسب العجز التجاري/الناتج المحلي الإجمالي والمديونية/الناتج المحلي الإجمالي كبيرا، والفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل النمو الاقتصادي كبيرا.

² Giancarlo Corsetti & Others, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, op. cit, pp. 10,11.

³ Peter J.Montiel, Debt Management and Macroeconomic Stability, Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper N°88, November 2003, p 06.

موارد البنوك بسبب تسارع المودعين المحليين والأجانب لسحب ودائعهم وشح السيولة في الاقتصاد، وبذلك توفرت كل شروط ظهور أزمة ثلاثية (بنكية وميزان المدفوعات وعملة).¹ يعد ارتفاع المديونية من الأسباب المباشرة وراء قيام وكالات التصنيف الائتماني كوكالة مودي (Moody's)، بتخفيض تصنيف الديون السيادية لدول المنطقة في 22 ديسمبر 1997 إلى أقل من تصنيف الاستثمار.²

ثالثا: سياسات الدول الصناعية: لقد كان لبعض السياسات المنتهجة في الدول الصناعية دور في زيادة هشاشة اقتصادات دول جنوب شرق آسيا، من أهمها:

أ- **السياسات النقدية للدول المقرضة:** مع تحسن المؤشرات الاقتصادية الأمريكية، ورغبة منها في حل مشكلة عجز الميزانية الفدرالية، قام الفدرالي الاحتياطي مع بداية التسعينات بالتخلي عن سياسته التوسعية والمباشرة بتطبيق سياسة انكماشية، قوامها رفع سعر الفائدة لتشجيع الادخار وجذب رؤوس الأموال وتحسين الدولار وكبح جماح التضخم، ما دفع الدول الأوروبية، تحت ضغط المنافسة وتحقيقا لاشتراطات معاهدة ماستريخت، إلى اتخاذ إجراءات مماثلة. أدى رفع أسعار الفائدة وما ترتب عليها من تحسن العملات الرئيسية إلى ارتفاع العائد في الولايات المتحدة وأوروبا وتحسن بيئة الأعمال فيها، والتي أفلحت في جذب الاستثمارات إليها وهجرة رؤوس الأموال من الدول الناشئة عموما، وبدأت معها معاناة الدول الآسيوية وتزايدت احتمالات تعرضها لأزمات عملة وبنوك.³

تسبب استعادة الدولار لعافيته ابتداء من سنة 1994 في ارتفاع أسعار عدد كبير من صادرات دول الأزمة الآسيوية من جهة، وزيادة أعباء خدمة الدين الخارجي بالنسبة لتلك الدول من جهة أخرى.⁴ لقد كان لتزامن ارتفاع أسعار الفائدة مع انكماش النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية تأثيرا حادا على البنوك في المنطقة حيث تقلص تدفق رؤوس الأموال الأجنبية تلاه مباشرة انخفاض حاد وفجائي في نمو سيولة البنوك، ما رفع من

¹ Guillermo A. Calvo, Balance-of-Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments, Currency Crises, National Bureau of Economic Research, January 2000, p 83.

² Steven Radelet & Jeffrey Sachs, op. cit, p 116.

³ Jeffrey A. Frankley & Nouriel Roubini, Industrial Country Policies, Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, National Bureau of Economic Research, January 2003, p 158.

⁴ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص 64.

احتمالات تعرض دول جنوب شرق آسيا لأزمة بنكية.¹ في سياق توضيح أثر أسعار الفائدة في الدول السبع الكبرى على الدول الناشئة، أوضحت الدراسة القياسية لـ "فرانكلي وروبيني" (Frankley & Roubini, 2003) ارتفاع حساسية أسواق الدول الناشئة للتغيرات في أسعار الفائدة في الدول السبع الأكثر تصنيعاً، حيث تبين وجود علاقة سلبية بين أسعار الفائدة الحقيقية في تلك الدول وخاصة سعر الفائدة في الولايات المتحدة (Federal Funds Rate)، وبين مؤشرات أسواق الأسهم والسندات في الدول الناشئة إضافة إلى النمو الاقتصادي فيها.² عقب أزمة الديون في الدول النامية في الثمانينات، اتفقت الدول الصناعية على مبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية وكفاية رأس المال، شددت فيها جهات الرقابة المصرفية رقابتها على قروض وتسهيلات بنوكها للمنطقة بهدف إدارة الأخطار والحد منها وتأمين استقرار النظام المصرفي، حيث كان لتفعيل المبادئ أثر سلبي على تدفق الأموال والقروض إلى بنوك وشركات منطقة جنوب شرق آسيا.³

ب- تراجع في السياسات الداعمة للمنطقة: بعد انهيار الاتحاد السوفيتي وزوال الخطر الشيوعي تغيرت سياسة الولايات المتحدة، فتوقفت عن دعم المنطقة اقتصادياً. دشنت إدارة الرئيس "كلينتون" سياستها الجديدة القائمة على دعم وحماية الاقتصاد الأمريكي، حماية الوظائف، ومعالجة عجز ميزان المدفوعات من خلال كبح نمو الواردات وإيجاد منافذ للصادرات الأمريكية لكل مناطق العالم بما فيها منطقة جنوب شرق آسيا، فبدأت بوضع القيود أمام تدفق الصادرات الآسيوية. ساهمت جولة أروجواري في تحرير التجارة الدولية من خلال تخفيض القيود التعريفية وغير التعريفية، لكن في المقابل أبقى كثير من تجارة الدول النامية خاصة دول آسيا الصاعدة، خاضعة لإجراءات حمائية تمييزية.⁴ من بين أهم الإجراءات الحمائية المستخدمة من الدول المتقدمة هو توظيف القضايا البيئية والحفاظ على الموارد من الاستنزاف لأغراض تجارية من خلال وضع معايير ومواصفات للسلع والخدمات المسموح لها بدخول أقاليمها،⁵ وتوسعت الدول المتقدمة في تطبيقها لتلك المعايير بتضمينها في اتفاقات تأسيس

¹ Gerard Caprio & Maria Soledad Martinez Peria, Avoiding Disaster : Policies to Reduce the Risk of Banking Crises, ECES, Working Paper N°47, November 2000, p 4.

² Jeffrey A. Frankley & Nouriel Roubini, op. cit, p 163.

³ Martin S. Feldstein, Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: An Overview of Prevention and Management, Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, National Bureau of Economic Research, January 2003, p 12.

⁴ أحمد يوسف الشحات، الترتيبات الحمائية في ظل منظمة التجارة العالمية، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001 ص 64.

⁵ Geneviève Dufour, Les OGM et l'OMC : Analyse des accords SPS, OTC et du GATT, éditions BRUYLANT, Belgique, 2011, p 48.

منظمة التجارة العالمية فيما عرف ب "اتفاق تدابير الصحة والصحة النباتية".¹ أدى تضمين المعايير البيئية في التجارة الدولية للسلع والخدمات إلى فرض تطبيق المعايير البيئية على الدول المصدرة الأخرى بما فيها دول جنوب شرق آسيا، الأمر الذي أدى في النهاية إلى إجبار المنتجين على تغيير طرق إنتاجهم إلى أخرى أكثر تكلفة، ما تسبب في ارتفاع الأسعار وانخفاض تنافسية صادراتها في الأسواق الخارجية إضافة إلى ارتفاع احتمال التعرض للحظر. في المحصلة، تراجعت قدرة الدول الآسيوية على خدمة مديونيتها وبناء احتياطات تسهم في بعث الطمأنينة لدى المستثمرين للاستثمار في المنطقة.²

علاوة على السياسات التجارية، عرفت المساعدات الأجنبية لدول المنطقة طريقها للانخفاض لتحل محلها القروض التجارية قصيرة الأجل وبدرجة أقل الاستثمار الأجنبي،³ فبرنامج المساعدة الإنمائية الرسمية الياباني كان قد خفض من مساعداته إلى الدول الآسيوية لتحل محلها القروض بالدرجة الأولى ثم المساعدات التقنية.⁴ كذلك ساهمت العولة في تقليص أسواق التصريف، حيث وضعت الشركات المحلية في منافسة عالمية حادة مع منافسين جدد فرضت مضاعفة النفقات الاستثمارية والتكاليف الإضافية للاستجابة للمعايير الاجتماعية والبيئية.⁵ وعليه أصبحت شركات المنطقة تحت ضغط تنافسي عالي مع منافسين جدد على درجة كبيرة من التنظيم والقدرة على التكيف والتطوير المستمر للميزات التنافسية.⁶

الفرع الثاني: أسباب متعلقة بعوامل محلية

أدت بعض الأخطاء على مستوى السياسات الكلية والجزئية المنتهجة في دول جنوب شرق آسيا إلى وقوع اختلالات زادت من ضعف اقتصادات تلك الدول وجعلتها عرضة للأزمات المالية من خلال خلق البيئة والظروف المناسبة لنشوب الأزمات وانتشارها، حيث توجهت تلك الاختلالات بوقوع الأزمة المالية الآسيوية

¹ جابر فهمي عمران، منظمة التجارة العالمية: نظامها القانوني ودورها في تطبيق اتفاقات التجارة العالمية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2009، ص240.

² عبير علي، حماية البيئة في ظل العولة، مجلة مصر المعاصرة، مصر، جانفي 2007، ص228.

³ آمال عبد الرحمان زيدان قاسم، المرجع السابق، ص204.

⁴ Hirohisa Kohama, Japan's Development Cooperation and Economic Development in East Asia, Growth Theories in Light of the East Asian Experience, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 4, National Bureau of Economic Research, January 1995, pp. 206-217.

⁵ Taieb Hafsi, Global Competition and the Peripheral Player: A Promising Future, ECES, Working Paper N°55, April 2001, p 03.

⁶ نوري منير، المرجع السابق، ص16.

1997. في هذا السياق، يمكن ذكر أهم العوامل والظروف المحلية التي تسبب في أزمة جنوب شرق آسيا 1997 كالآتي:

أولاً: أسباب متعلقة بالقطاع المالي: ساهمت الاختلالات على مستوى النظام المالي في دول جنوب شرق آسيا في خلق بيئة مالية هشّة، ساهمت بفعالية في خلق الظروف المناسبة لتسريع وتيرة حدوث وانتشار الأزمة المالية لسنة 1997. من أهم العوامل المتعلقة بالنظام المالي التي ساهمت في حدوث الأزمة المالية، هناك:

أ- اختلال هيكل النظام المصرفي: من أهم العوامل التي ساعدت بشكل كبير في توفير البيئة المناسبة لنشوب الأزمة وتعقيدها في بلدان جنوب شرق آسيا هي هشاشة النظام المصرفي، وتفشي ظاهرة الاقتراض المفرط وعدم التقيد بالضوابط الضرورية عند الاقتراض، لاسيما الاقتراض قصير الأجل بعملات أجنبية من أجل إقراض مشروعات بأجل طويلة بعملات محلية بشكل مفرط مع عدم الالتزام بالمعايير الصارمة في منح الائتمان، غياب التقييم الكافي والوافي للمخاطر، والتغاضي عن مطالبة المقترضين بتقديم الضمانات الكافية أو تقديم دراسات جدوى اقتصادية لتلك المشاريع. ونتيجة لذلك، ارتفع متوسط الائتمان المحلي في تلك الدول من 28% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1995 إلى 62% في سنة 1996 طبقاً لتقديرات بنك التسويات الدولية.¹

صاحب فترّة ازدهار الإقراض ضعف قدرة البنوك على غريبة العملاء ودراسة قدرتهم المستقبلية على السداد بعناية، ما نتج عنه ارتفاع نسبة القروض الرديئة إلى إجمالي أصول البنوك والتي أثرت سلباً على سلامة وصلابة النظام البنكي.² لقد كانت كثير من القروض ذات جودة رديئة تسربت إلى تمويل استثمارات مشكوك في ربحيتها ترتفع فيها درجة الخطورة أو شراء أصول مالية موجودة لأغراض المضاربة، حيث اتضح الارتباط القوي بين مبلغ القروض الرديئة ومدى أزمات العملة.³

دفع النشاط الاقتصادي الكبير في المنطقة إلى ارتفاع وتيرة الطلب على القروض، حيث أن المدخرات المحلية لم تكن قادرة على مواكبة الارتفاع في الاستثمارات إضافة إلى تخلف أسواق السندات ورأس المال. وعليه اتجهت البنوك في ظل بيئة التحرير المالي إلى تغطية فجوة المدخرات من خلال الاقتراض الخارجي بعملات أجنبية خاصة الدولار والين وبأجل قصيرة الأجل إضافة إلى إمكانية تلقي الودائع بالعملات الأجنبية، لتقوم بعد ذلك

¹ آمال عبد الرحمان زيدان قاسم، المرجع السابق، ص 210.

² Gerard Caprio & Maria Soledad Martinez Peria, op. cit, p 04.

³ Giancarlo Corsetti & Others, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis ?, op. cit, pp. 27, 28.

بتوظيفها في قروض طويلة الأجل بالعملة المحلية لشركات غير قادرة على تحقيق أرباح بالعملة الأجنبية متجاهلة في ذلك الاحتياط من مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف إضافة إلى المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق ومخاطر التحويل، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع نسبة الخصوم الأجنبية إلى الأصول في بنوك دول جنوب شرق آسيا ومن ثم انكشاف البنوك على نسبة عالية وأنواع متعددة من المخاطر.¹ وبذلك، يختلف النموذج الآسيوي عن النموذج المالي الأمريكي وبعض الدول الأوروبية القائم على الإفراط في الاقتراض بالاعتماد على الأسواق المالية المحلية لتمويل الاستثمارات.²

لعبت البنوك اليابانية دورا بارزا في تشجيع البنوك في دول الأزمة على الإفراط في الإقراض، حيث دفع تراجع العائد على الاستثمار الذي لازم الاقتصاد الياباني منذ أوائل التسعينات البنوك اليابانية، بتشجيع ضمني من الحكومة اليابانية، إلى تنويع الأصول بالتوجه نحو الإقراض الدولي استهدف دول جنوب شرق آسيا. كذلك، حفز ارتفاع سعر صرف الين أمام الدولار رأس المال الياباني إلى الانتقال إلى اقتصادات أكثر تنافسية، كما أن انخفاض أسعار الفائدة في السوق الياباني والدولي واستقرار أسعار صرف العملات الآسيوية قد شجع البنوك وقطاع الأعمال الياباني على الاقتراض من السوق المحلي والدولي ثم إعادة الإقراض بآجال قصيرة أو الاستثمار في الأسواق الآسيوية التي تميزت بارتفاع أسعار الفائدة. أما البنوك الأوروبية، فقد دفعتها الأزمة المكسيكية في سنة 1994 إلى رفع إقراضها إلى دول جنوب شرق آسيا، حيث وصل إجمالي القروض المقدمة من البنوك الأوروبية إلى دول جنوب شرق آسيا 85,3 و 87,8 و 76,8 مليار دولار في جوان وجويلية 1997 وجوان 1998 على التوالي، وهو ما يمثل حوالي نصف القروض المقدمة للأسواق الناشئة استحوذت كوريا الجنوبية لوحدها على 40% من تلك القروض.³

مع نهاية سنة 1993، وصلت نسبة القروض الأجنبية لبنوك المنطقة بالنسبة لنتاجها المحلي إلى 26,5 و 21,3 و 29,3 و 16,2 و 38,1% في إندونيسيا وكوريا الجنوبية وماليزيا والفلبين وتايلاند على التوالي، ما أدى إلى ارتفاع نسبة خصوم بنوك المنطقة المستحقة لبنوك أجنبية إلى مستويات عالية تجاوزت باقي الدول النامية المدينة

¹ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص72.

² Jeffrey A. Frankel, op. cit, p 327.

³ Graciela L. Kaminsky & Carmen M. Reinhart, Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis, Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences, NBER-EASE Volume 10, January 2001, p 76.

كأمريكا الجنوبية، وهي أرقام تبقى عالية وخطيرة تعطي إشارة قوية للمضارين لإطلاق هجومهم على العملات المحلية باستخدام صناديق الاستثمار (Hedge Funds).¹ كان لارتفاع خصوم البنوك المحلية في دول جنوب شرق آسيا المستحقة لبنوك أجنبية دورا جوهريا في ارتفاع مديونية دول المنطقة، فمثلت مع نهاية سنة 1997 نسب 75، 38، 77، 61، و84% من الخصوم الأجنبية لدول المنطقة المستحقة لبنوك أجنبية لكل من كوريا الجنوبية، إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، وتايلاند على التوالي.²

في الوقت الذي ارتفعت فيه خصوم البنوك الأجنبية، شهدت البنوك العاملة في المنطقة تراجع أصولها الأجنبية متسببة في تسجيل صافي إيداع نقدي سالب، وهو ما يعني عدم قدرة النظام البنكي على مواجهة التزاماته الأجنبية بطريقة مستقلة دون تدخل جهات خارجية.³ أدت تلك الوضعية إلى تراجع ثقة المقرضين والمودعين في بنوك المنطقة المحلية، ونتج عنها قيام المقرضين بإيقاف إقراض البنوك المحلية وسحب واسع للودائع من طرف المودعين.⁴

ساهمت بنية النظام المصرفي في منطقة جنوب شرق آسيا الذي يهيمن عليه البنوك المملوكة للدولة (تركز النشاط المصرفي وضعف المنافسة) في الحد من إنتاجية القروض المقدمة وكفاءة الخدمات المصرفية، والابتعاد عن أصول العمل المصرفي السليم الذي يستند إلى الشفافية في منح القروض والقيام بدراسات ائتمانية عميقة لإمكانات العميل والضمانات التي سيتوجب تقديمها في ظل إدارة جيدة للمخاطر المصرفية المتشعبة.⁵ فمثلا سيطرت خمسة بنوك عمومية في إندونيسيا على 80% من إجمالي أصول وودائع النظام البنكي، فيها فيما تركت النسبة المتبقية (20%) ليتكفل بها 133 بنك. ولذلك، فبمجرد انفجار الأزمة عانت تلك البنوك من خسائر كبدت النظام البنكي خسائر نظرا لانكشافها الكبير على المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق.⁶ في سياق تحديد العلاقة بين الأزمات البنكية ونمط ملكية البنوك، خرجت الدراسة القياسية لـ "كابريو وبيريا" (Caprio &

¹ Takatoshi Ito, Capital Flows in Asia, Capital Flows and the Emerging Economies : Theory, Evidence, and Controversies, National Bureau of Economic Research, January 2000, p 275.

² Giancarlo Corsetti & Others, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, op. cit, p 35.

³ Steven Radelet & Jeffrey Sachs, op. cit, p 130.

⁴ Robert Dekle & Kenneth Kletzer, op. cit, pp. 541-544.

⁵ بول هيرست وجراهام طومبسون ترجمة فالح عبد الجبار، ما العولمة : الاقتصاد العالمي وإمكانات التحكم، سلسلة عالم المعرفة المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، سبتمبر 2001، ص 201.

⁶ Bank for International Settlements, The Banking Industry in the Emerging Market Economies: Competition, Consolidation and Systemic Stability, BIS Papers N°04, August 2001, p 84.

(Peria, 2000) التي تمت على 64 دولة خلال الفترة 80-1997 بنتيجة مفادها ارتفاع احتمال نشوب أزمة بنكية عند تجاوز نسبة ملكية الحكومة للبنوك 50% (علاقة إيجابية ومعنوية).¹ رغم عدم وجود نظام رسمي وصريح للتأمين على الودائع في المنطقة يعطي الأمان للمودعين بشأن سلامة أموالهم المودعة في البنوك، إلا أن الضمانات الضمنية من الحكومة بعدم السماح بانهيار أي بنك محلي أو الاستحواذ على البنوك المنهارة شجعت على تفشي مشكلة الخطر الأخلاقي، والمبالغة في الاعتماد على الاقتراض الداخلي والخارجي.²

شجعت ظروف التحرير المالي وسهولة الاقتراض البنوك الصغيرة وشركات الأموال حديثة الخبرة على تمويل القطاع العقاري بقروض قصيرة الأجل، فارتفعت نسبة القروض العقارية عالية المخاطر ضمن أصول واستثمارات البنوك التجارية، وزادت بذلك درجة انكشاف الأخيرة على اضطرابات قطاع العقارات. وبذلك، ارتفعت مخاطر المحافظ الاستثمارية لبنوك منطقة جنوب شرق آسيا نظرا لعدم التناسب بين آجال استحقاق أصول وخصوم تلك البنوك والمؤسسات المالية، إضافة إلى شدة حساسية الأسعار فيه لأي عمليات انسحاب حتى ولو كانت صغيرة. نتيجة لاختلال التوازن بين آجال استحقاق أصول وخصوم البنوك التجارية في المنطقة، تعرضت كثير من البنوك إلى شح في السيولة وأصبحت على حافة الإفلاس والزوال،³ ومما عمق من أزمة القروض المتعثرة لدى البنوك في المنطقة وتآكل رأسمالها هو النزاجع الحاد في الملاءة المالية للمدينين نتيجة انخفاض النشاط الاقتصادي على إثر انكماش الصادرات.⁴

يعتبر ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة من العوامل الرئيسية التي ضاعفت من مصاعب حصول البنوك والشركات على السيولة اللازمة التي اعتادت الحصول عليها من مصادر خارجية، ما ترتب عنه ضعف الإقبال على سندات المنطقة وهروب رؤوس الأموال من المنطقة للاستثمار في الولايات المتحدة بسبب ارتفاع العائد على أذون الخزانة الأمريكية وارتفاع تكاليف الاقتراض، كما أن ضعف الأسواق المالية المحلية وركود السوق الأولي قد صعّب على دول المنطقة من مهمة إصدار وبيع السندات للحصول على التمويل.⁵

ب- قصور فادح في رقابة البنوك المركزية: من ضمن العوامل التي ساعدت على هشاشة البنوك في

المنطقة هو ضعف كفاءة البنوك المركزية في رقابتها على أنشطة البنوك العاملة تحت إشرافها، ما سمح بتمادي

¹ Gerard Caprio & Maria Soledad Martinez Peria, op. cit, p 08.

² Robert Dekle & Kenneth Kletzer, op. cit, pp. 530-533.

³ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 166.

⁴ Gerard Caprio & Maria Soledad Martinez Peria, op. cit, p 03.

⁵ Barry Eichengreen & Ashoka Mody, What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt, Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies, National Bureau of Economic Research, January 2000, p 114.

الأخيرة في الاقتراض من الخارج والإقراض إلى الداخل دون احتزام شروط العمل المصرفي السليم سعياً وراء تمويل الاستثمارات المحلية في القطاع العقاري والأنشطة غير التجارية الخطرة ذات العوائد المرتفعة، فتمادت البنوك في المنطقة في الإقراض إلى الحد الذي تجاوزت مستحقاتها على القطاع الخاص حجم العرض النقدي من M2. من أهم أسباب ضعف النظام المصرفي وارتفاع قابليته للتعرض للصدمات في منطقة الأزمة الآسيوية هو ضعف الرقابة الخارجية والداخلية، عدم كفاية المعايير المحاسبية، تخلف الإجراءات واللوائح المنظمة لأعماله، والإفراط في تقديم الضمانات من جانب الحكومات، ما سهل على البنوك الإخلال بالقواعد والمعايير البنكية في إدارة وتمهيش المخاطر والامتناع عن الإفصاح المعلوماتي السليم، والتي أدت إلى تفشي مشكلة الخطر الأخلاقي أثرت بدورها على قدرة المستثمرين والمودعين والمشرفين على البنوك على ضبط ومراقبة أنشطة البنوك، واتخاذ الإجراءات المناسبة لوقف الممارسات السلبية من البنوك أو معاقبة البنوك التي تثبت تورطها في أنشطة خطيرة؛ كفرض تنظيمات احترازية وغلق البنوك المعسرة.¹

أدى ضعف الرقابة والإشراف من جانب البنوك المركزية إلى ارتفاع نسبة القروض غير المنتظمة إلى إجمالي القروض وانخفاض نسبة كفاية رأس المال. مع تراجع العائد على الاستثمار في بعض القطاعات التي استفادت من قروض البنوك وتراجع الأصول قبيل تفجر الأزمة، شهدت أصول البنوك التجارية والمؤسسات المالية كشركات الأموال تدهوراً خطيراً وارتفعت قيمة الأصول غير المنتظمة من غير تخصيص مخصصات كافية لها سواء التي تعثر أصحابها عن السداد (دون المستوى) أو القروض المشكوك فيها أو القروض غير القابلة للتحويل (السيئة) إلى مستويات خطيرة، حيث وصلت إلى أقصاها في نهاية 1996 في الفلبين وإندونيسيا وتايلاند بنسب تراوحت بين 13 و14% من إجمالي قروض البنوك. أجبرت هذه الوضعية أكبر البنوك التايلاندية (فاينانشل ون) على التفاوض للاندماج مع بنك متوسط (TBD) في مارس 1997، كما رفعت من تكلفة إنقاذ البنوك المتعثرة.²

رغم الإنجازات المحققة على مستوى القطاع الحقيقي في دول جنوب شرق آسيا، إلا أن الأخيرة فشلت في بناء وتطوير نظام مالي سليم يتوفر على المكونات الخمس الرئيسية: (1) إدارة سليمة للمالية العامة والدين العام (2) ترتيبات نقدية مستقرة، (3) تنوع بنكي بينوك ذات توجه محلي وأخرى ذات توجه دولي وأخرى بكلا التوجهين (4) بنك مركزي قادر على الحفاظ على استقرار المالية المحلية ومنع الإقراض والاقتراض المفرط، و (5) إدارة العلاقات المالية الدولية وأسواق أوراق مالية تعمل بكفاءة، وهو ما انعكس سلباً على دوره في تجميع رؤوس

¹ Gerard Caprio & Maria Soledad Martinez Peria, op. cit, p 03.

² Asli Demirguc-Kunt & Enrica Detragiache, op. cit, p 03.

الأموال المحلية وتخصيصها بكفاءة اعتمادا على معايير السوق البحتة والاستمرار في جذب اهتمام المستثمرين الأجانب، مما أثر في النهاية على آفاق التنمية الاقتصادية والنمو.¹

ت- تفشي المضاربات في الأسواق: أدى ضعف الضوابط وتطمينات حكومات دول جنوب شرق آسيا للمستثمرين إلى إضعاف الحافز لدى المستثمرين والمقرضين على الاحتياط والحذر،² وشجعت على تفشي ممارسات مالية خطيرة من إقراض المضاربات للاستثمار في نشاطات مضاربية تنطوي على درجة مجازفة عالية مقابل فوائد عالية وتحويل القروض إلى مجالات تخالف تلك التي اتفق عليها، وهو ما أثر على كفاءة الوساطة المالية وعلى كفاءة تخصيص الموارد المالية الناضبة المودعة لدى بنوك المنطقة.³ في ظل تلك البيئة، ترسخ الاعتقاد لدى المضاربات بإمكانية تحقيق أرباح طائلة بالاستفادة من هشاشة النظام البنكي، ولدى المستثمرين بأنهم محميون من الخسائر. ونتيجة لذلك، أصبحت التدفقات الأجنبية تشكل تهديدا للاقتصادات المستقبلية، حيث انتعش وتوسع سوق العقارات والأسواق المالية، وسجلت أسعار الأسهم والأراضي ارتفاعات قياسية (الفقاعات) يستحيل استمرارها في السنوات القليلة السابقة للأزمة تلتها فزة من التدهور والانهيار.⁴

في ظل تراجع أسعار الفائدة في الخارج وثبات أسعار الصرف في المنطقة إضافة إلى تحرير دول الأزمة لأسواقها المالية الذي ميز الفترة 92-1996، تدفقت رؤوس الأموال الأجنبية الساخنة على دول الأزمة وارتفعت السيولة واشتدت حدة المضاربات في الأسواق المالية في المنطقة. قادت المضاربات صناديق استثمار دولية تتعامل عادة بأصول تتجاوز حجم احتياطات بنوك مركزية، حيث استنزفت موارد المنطقة التي استخدمت للدفاع عن ثبات العملة واستقرار أسعار الأصول وأدت لاحقا إلى انهيار العملات والأسواق المالية⁵، كما أن استثمارات صناديق الاستثمار المحلية كانت كلها أحادية التوجه الآسيوي فلم تضم محافظتها الاستثمارية أي تنوع جغرافي أو من حيث العملة، وهو ما جعل استثماراتها تتسم بارتفاع درجة المخاطر.⁶

¹ Peter L.Rousseau & Richard Sylla, Financial Systems, Economic Growth, and Globalization, Globalization in Historical Perspective, National Bureau of Economic Research, January 2003, p 374.

² Jeffrey A.Frankel, op. cit, p 334.

³ Panicos Demetriades, op. cit, p 07.

⁴ بول هيرست وجراهام طومبسون ترجمة فالح عبد الجبار، المرجع السابق، ص 203.

⁵ هيل عجمي جميل، الأزمات المالية: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة، مجلة جامعة دمشق، سوريا، المجلد 19، العدد 01، 2003، ص 288.

⁶ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 178.

لعب أثر العدوى دورا هاما في تفجر الأزمة، فقد كان للأحداث والاضطرابات في الأسواق الخارجية أثرا بليغا على الأسواق المحلية، ويتضح ذلك جليا في انتقال عدوى انهيار بورصة الولايات المتحدة في أكتوبر 1987 ثم أزمة النظام النقدي الأوروبي في سنة 1992، وأخيرا أزمة البيزو المكسيكي في سنة 1994. فاقم من عدوى اضطرابات الأسواق ارتفاع قيمة الدولار (العملة الارتكازية) بالنسبة للين والعملات الأوروبية في سنة 1996 وهشاشة الأنظمة البنكية في المنطقة بعد إقدامها على تمويل استثمارات محلية طويلة الأجل بقروض قصيرة الأجل مقومة بالدولار.¹

ثانيا: أسباب متعلقة بالقطاع الحقيقي: على الرغم من الدور الهام الذي ساهم به النظام المالي في حدوث الأزمة المالية الآسيوية 1997، إلا أن شمولية الأزمة وتطورها إلى أزمة اقتصادية تشير إلى دور لعبه القطاع الحقيقي في تسريع وتيرة حدوث الأزمة، حيث يمكن ذكر أهم مساهمات القطاع الحقيقي في الأزمة، وهي:

أ- إسراف القطاع الخاص في الاقتراض والتوسع في المشروعات بطيئة الدوران: أدى إسراف القطاع الخاص في منطقة جنوب شرق آسيا في الاقتراض والتوسع في المشروعات بطيئة الدوران إلى تضخيم ديون شركات القطاع الخاص، فقد تميز الهيكل التمويلي لقطاع الأعمال في دول الأزمة الآسيوية بالاعتماد المفرط على المصادر الخارجية وخاصة القروض المصرفية، بدلا من الاعتماد على التمويل الذاتي نتيجة ضيق الأسواق المالية المحلية حيث ارتفعت نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين وارتفعت معها المخاطر المالية ومخاطر الأعمال في مشاريع المنطقة فوصلت النسبة أقصاها في كوريا الجنوبية (355%)، فيما سجلت إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلاند نسب 188، 118، 129، و236% على التوالي، وارتفعت هذه النسبة إلى مستويات جد عالية في بعض الشركات والقطاعات.² على سبيل المثال، وصل المعدل في أحد مجتمعات الشايبول وهو (JINRO) إلى 4836%، فيما وصل دين مجتمعات الشايبول الستة التي أفلست قبيل الأزمة إلى 35,5 و5,3% من الميزانية العامة والنتائج المحلي على التوالي.³ شكّل ارتفاع تلك النسبة دافعا للشركات للدخول في أنشطة ذات درجة عالية

¹Larry D.Neal & Marc D.Weidenmier, op. cit, p 504.

² المرجع اعلاه، ص 146.

³ Sung Wook Joh, The Korean Economic Crisis and Corporate Governance System, Governnace, Regulation, and privatization in the Asia-Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 12, National Bureau of Economic Research, January 2004, p 132.

من المخاطرة أملا في تحقيق عائد كبير يجنبها العجز عن الوفاء بالتزامات ذلك الدين، وهو ما فاقم من النزاع بينها وبين دائئتها ورفع من خطر التخلف عن تسديد التزاماتها في الوقت المحدد.¹

يدل ارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين وما يترتب عليه من ارتفاع نسبة الرفع المالي على درجة الانكشاف والتعرض والتأثر بالصدمات الخارجية والتي ينتج عنها احتلال في التدفقات النقدية، صعوبة اتخاذ قرار الإنفاق الاستثماري المستقبلي، فقدان الاستقلالية المالية، صعوبة الحصول على القروض مستقبلا، واحتمال التعرض المنشآت المدينة إلى الإفلاس في أسوأ الحالات.²

يعزى إفراط المنشآت في الاقتراض وارتفاع معدل الدين إلى حقوق المساهمين إلى رغبة حكومات المنطقة في الحفاظ على معدلات نمو مرتفعة دفعتها إلى تقديم الضمانات (حتى بدون الوعد الصريح بالإنقاذ) إلى القطاع الخاص في شكل إعانات، دعم سياسي من خلال توجيه القروض إلى شركات وصناعات معينة، والحرص على توفير أموال للمؤسسات المالية والقطاع الخاص بإجبار البنوك الوطنية على تقديم القروض بأسعار فائدة ميسرة ولقائدة بعض القطاعات التصديرية أو القطاعات الإستراتيجية والشركات الكبرى. كذلك، شجع تخفيض الضرائب وقرار السلطات النقدية بتثبيت سعر الصرف القطاع الخاص على التغاضي عن تكاليف وأخطار المشاريع الاستثمارية، وشاع الانطباع بأن العائد على الاستثمار في المنطقة مضمون في مواجهة أي صدمات عكسية.³

أدت السياسة النقدية التوسعية التي انتهجتها دول الأزمة قبل الأزمة دورا هاما في تشجيع منشآت الأعمال على الاستدانة، ففي ظل النشاط الاقتصادي الكبير تراكمت الأموال لدى البنوك والأسواق المالية وارتفع العرض النقدي من M2 وتجاوز معدل نموه ذلك المعدل الذي سجله الناتج المحلي،⁴ كما شجع انخفاض أسعار الفائدة في الخارج الشركات على الاقتراض من الخارج بعملات أجنبية لتمويل مشاريع لا تتمتع بالجدارة الائتمانية الكافية ولا تدر أرباحا بالعملات الأجنبية التي يمكن معها تسديد تلك القروض الأجنبية. وبالتالي، أصبحت بيئة الأعمال في الدول الآسيوية على درجة كبيرة من الحساسية للصدمات الخارجية والتغيرات التي قد تحدث في دول المقرض، فبمجرد تدهور العملات وتعويمها عانت تلك المنشآت من خسائر فادحة أدت إلى إفلاس الكثير منها.⁵

¹ Asli Demircug Kunt & Vojislav Maksimovik, Stock Market Development and Corporate Finance Decisions, Finance and Development, June 1996, p 48.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، الطبعة الرابعة، 1999، ص 96.

³ Giancarlo Corsetti & Others, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, op. cit, pp. 04-07.

⁴ هيل عجمي جميل، المرجع السابق، ص 289.

⁵ Bank for International Settlements BIS, op. cit, p 148.

⁵ Nadeem UI Haque, op. cit, p 08.

ساهم وجود شركات غير كفؤة تحظى بدعم الحكومات في تدهور إنتاجية عوامل الإنتاج وتشويه تخصيص الموارد، وقد فاقم من المشكلة تردد حكومات المنطقة في تطبيق إجراءات الإفلاس على تلك الشركات وإعادة الانضباط إلى الأسواق، فاكتفت الحكومات في المنطقة بتطبيق سياسة "أكبر من أن تفشل" (Too Big To Fail) لتفادي الأثر المضاعف لسقوط الشركات الكبرى النظامية على الاقتصاد. ساهمت تلك السياسة في تزايد حدة مشكلة الخطر المعنوي وشكلت عائقا أمام خروج الشركات غير الناجعة من المنافسة والسوق، فاستمرت بالعمل والوصول إلى الموارد المحلية والأجنبية التي أسبى استخدامها في قطاعات غير تجارية لا تدر أي عوائد بالعملات الأجنبية تكفي لمواجهة الالتزامات الخارجية.¹

ب- ضعف الضوابط التي تحكم حركة رأس المال الأجنبي والإفراط في منحه الامتيازات

والتسهيلات: أدى ضعف الضوابط إلى وضع اقتصادات المنطقة في انكشاف تام وخطير للاضطرابات القادمة من الخارج. تبنت دول الأزمة الآسيوية تباعا خطوات هامة لتحرير أنظمتها المالية دون الاستعداد التام لذلك، ما شجع على تدفق كبير لرؤوس الأموال إلى المنطقة تحفزت أكثر بعد تقديم دول المنطقة لتسهيلات فيما يخص الاقتراض من الخارج، فأسهم ذلك في زيادة عجز موازين المدفوعات في المنطقة. رغم ارتفاع معدل الادخار الذي ميز المنطقة نتيجة ارتفاع النشاط وتحسن الدخل، إلا أن التوسع الكبير في الاستثمار كان يفوقها نتيجة الطفرة التي حصلت في بعض القطاعات الاقتصادية، والتي ضاعفت من الطلب على التمويل إلى جانب الاستثمارات العامة المدعومة من حكومات المنطقة. في ظل التحرير المالي وسهولة الاقتراض من الخارج، توسع الاستثمار بمعدلات غير مسبوقه وصل إلى حد التشبع في كثير من القطاعات مما ترتب عليه توسع في الطاقة الإنتاجية العاطلة، تراجع العائد على الاستثمار فيها، وضعف في قدرات الاستثمارات في المنطقة على خدمة التزاماتها المستحقة للخارج.²

كما تم الإشارة إليه سابقا، كان للأسباب السابق ذكرها مساهمة حاسمة في تهيئة الظروف الملائمة لحدوث أزمة جنوب شرق آسيا 1997 من خلال دورها في خلق بيئة هشة أدت إلى وضع اقتصادات المنطقة في وضع جد هش وعالي المخاطر شديد الحساسية للتغيرات. رغم ذلك، استمرت كثير من تلك الأسباب وساهمت في أداء

¹Youngjae Lim & Chin Hee Hahn, Bankruptcy Policy Reform and Total Factor Productivity Dynamics in Korea : Evidence from Microdata, Growth and Productivity in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 13, National Bureau of Economic research, June 2004, pp. 297-299.

² عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 166.

دور محوري في أزمات مالية لاحقة، توجت بأزمة مالية عالمية ظهرت بوادرها في سنوات سبقت انفجارها في الربع الأخير من سنة 2007.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

بعد أن بدأ الاقتصاد العالمي تحت مضلة التحرير الشامل يتعافى من صدمة الأزمة الآسيوية 1997 حتى بدأ الاحتلال بالتشكل داخل الأنظمة الاقتصادية الكبرى ليتطور ويتوج بظهور أزمة مالية دولية مع بداية الربع الأخير من سنة 2007 ألحقت خسائر تاريخية بالقطاع المالي، أدخلته في أزمة غير مسبوقه كادت أن تقوده إلى الإفلاس، نتج عنها دخول أكبر الاقتصادات في ركود حاد. من أجل فهم وتحليل الأزمة المالية العالمية 2008 سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى أهم الأسباب التي كانت وراء حدوث الأزمة المالية العالمية 2008.

الفرع الأول: أسباب متعلقة بالقطاع الحقيقي

كسابقتها من أزمة جنوب شرق آسيا 1997، ساهمت الاختلالات التي تخللت القطاع الحقيقي قبل الأزمة المالية العالمية 2008 في تهيئة الظروف المناسبة لظهور وانتشار الأزمة، حيث تتمثل أهم تلك الاختلالات فيما يلي:

أولاً: تدهور الاقتصاد الأمريكي في السنوات الأخيرة: عرف الاقتصاد الأمريكي مع بداية القرن الحالي تدهورا شديدا تجسد في تراجع أداء مؤشراتته، ما جعله هشاً أمام أول صدمات الأزمة المالية. نظرا لمكانة الاقتصاد الأمريكي وضخامة الأسواق المالية الأمريكية، كانت الولايات المتحدة حاضنة رؤوس الأموال من كل أنحاء العالم والتي ساهمت في حدوث طفرات كبيرة في سوق العقارات والأوراق المالية وارتفاع غير واقعي لأسعار الأصول.¹ عانت الولايات المتحدة لأكثر من ثلاثة عقود من تقهقر قدراتها التنافسية أمام السلع الآسيوية والأوروبية وقد أدى ذلك إلى ارتفاع عجز ميزان التجاري الأمريكي إلى 650 مليار دولار في سنة 2004 (6% من الناتج

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص 41.

المحلي)،¹ حيث تفاقم العجز إلى 805,9 مليار دولار في سنة 2006 ليستقر عند 5% من الناتج المحلي الإجمالي في أوائل سنة 2008.²

اعتمدت الولايات المتحدة في تمويل العجز على الفوائض الكبيرة لألمانيا واليابان والصين،³ إضافة إلى رؤوس الأموال التي عرفت تحويلًا في وجهتها إلى الولايات المتحدة بعد الأزمات التي اجتاحت الأسواق الناشئة في نهاية التسعينات ولاسيما عقب أزمة جنوب شرق آسيا 1997، حيث نظر إلى الأدوات المالية المقومة بالدولار في الأسواق المالية الأمريكية على أنها الملاذ الآمن ووسائل مضمونة لتخزين الثروات.⁴ مع تفجر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة في النصف الثاني من سنة 2007، سجل العرض من الأصول المالية في الولايات المتحدة تراجعًا حادًا تراجع مع ثروة الولايات المتحدة وانكمش معها الاستهلاك المحلي. كأزمة جنوب شرق آسيا 1997، زادت التدفقات من رؤوس الأموال من المخاوف بشأن الخطر الذي تشكله في حالة تلاشيها بشكل غير منتظم، الأمر الذي قلص من هامش الحرية للسلطات النقدية في فرض قيود على تخفيض قيمة الدولار لاستعادة تنافسية الصادرات الأمريكية والتخفيف من حدة الاختلالات الاقتصادية، نظرًا لما يخلفه الانخفاض من زعزعة استقرار الاقتصاد العالمي.⁵

خرجت الولايات المتحدة من الحرب الباردة أقوى، فبين سنتي 1992 و2000 نمى الناتج الحقيقي للولايات المتحدة بسرعة، ويرجع الفضل في هذا النمو إلى الطلب الكبير والوضع الدوري الملائم والسياسات المالية السليمة، في حين أدى النمو المرتفع للإنتاجية والقيمة المضافة العالية والتطور السريع لسوق الأوراق المالية إلى طفرة استثمارية وزيادة العجز الخارجي للولايات المتحدة.

ابتداءً من منتصف سنة 2000، بدأت ملامح الضعف تظهر في الاقتصاد الأمريكي ومعه الاقتصاد العالمي بشكل ملحوظ بعد تسجيل أحد أكبر الانخفاضات في سوق الأوراق المالية في فترة ما بعد الحرب،⁶ حيث

¹ Robert Dekle & Others, Global Rebalancing with Gravity: Measuring the Burden of Adjustment, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°13846, March 2008, p 01.

² <https://data.oecd.org/trade/current-account-balance.htm/> 20-10-2018.

³ Ashoka Mody & Franziska Ohnsorge, After the Crisis: Lower Consumption but Narrower Global Imbalances ?, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/11, January 2010, pp. 03,13.

⁴ Ricardo J.Caballero & Others, Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14521, December 2008, pp. 02, 03, 09.

⁵ Ashoka Mody & Franziska Ohnsorge, op. cit, pp. 03, 13.

⁶ International Monetary Fund, World Economic Outlook : Advancing Structural Reforms, April 2004, op. cit, pp. 63-67.

تراجعت إنتاجية الاقتصاد الأمريكي والقيمة المضافة فيه ابتداء من النصف الثاني من التسعينات، كما عرف العائد على الأصول الأمريكية تراجعاً¹ وفي هذا السياق، فإن الأزمة المالية العالمية 2008، كالأزمة الآسيوية، سبقها تدني العائد على الأصول نتيجة تدهور أوضاع القطاع الحقيقي، ما شجع رؤوس الأموال على التوجه إلى القطاع المالي الذي عرفت أسعار أصوله تضخماً. خلافاً للأزمة الآسيوية، ونتيجة لامتلاك الولايات المتحدة أسواقاً مالية متقدمة، فإن طابع الركود الذي ميز الولايات المتحدة بعد سنة 2001 دفع البنوك إلى التوجه إلى استخدام توريق الأصول وتغيير تكوين الخصوم والأصول ومركز خارج الميزانية بدلاً من رفع معدل رأس المال إلى الأصول كما توصي به بازل².

كباقي الدول التي تسعى لانتشال اقتصاداتها من الركود، تبنت الولايات المتحدة سياسات نقدية ومالية نشطة توسعية، نتج عنها تفاقم عجز الموازنة إلى 7% من الناتج المحلي في سنة 2001 مقارنة مع سنة 2000 وهو أكبر تدهور في فترة قصيرة منذ الحرب العالمية الثانية، حيث عادل 6% من إجمالي المدخرات العالمية، ومع ذلك ظلت أسعار الفائدة منخفضة³. ساهمت السياسة النقدية المتجاوبة والمتساهلة من جانب الفدرالي الاحتياطي منذ سنة 2001 بفعالية في رفع الطلب على الإسكان وأسعار الأصول⁴.

شكل السوق الأمريكي لفنزة طويلة وجهة رئيسية لصادرات دول ناشئة؛ كدول جنوب شرق آسيا إضافة إلى دول المجموعة الأوروبية واليابان، وكان العامل الرئيسي في انتعاش اقتصاداتها وتوسعها المالي، وقد ترتب على هذه الوضعية ربط اقتصادات تلك الدول بالإنفاق الاستهلاكي للفرد الأمريكي وبما يطرأ من تغيرات على النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة ودخول الأمريكيين⁵.

كغيره من البنوك المركزية، حدثت العولمة والاتجاه المتزايد لتكامل الأسواق المالية من قدرة الفدرالي الاحتياطي على السيطرة على أسعار الفائدة، فأضحت العوامل الخارجية تمارس تأثيراً أكبر على أسعار الفائدة التي أصبحت معظم تحركاتها قصيرة الأجل عشوائية، إضافة إلى معدل التضخم الذي أصبح في كثير من الأحيان يخضع

¹ Roberto Cardarelli & M.Ayhan Kose, Economic Integration, Business Cycle, and Productivity in North America, International Monetary Fund, Working Paper 04/138, August 2004, pp. 15-16.

² Fabian Valencia, Bank Capital and Uncertainty, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/208, September 2010, pp. 03, 04, 11, 12.

³ International Monetary Fund, World Economic Outlook : Advancing Structural Reforms, April 2004, pp. 63-67.

⁴ Ouarda Merrouche & Erlend Nier, What Caused the Global Financial Crisis? –Evidence on the drivers of Financial Imbalances 1999-2007, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/265, December 2010, p 04.

⁵ International Monetary Fund, World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms, op. cit, pp. 63-67.

لعوامل خارجية وفقا لنبض دورة الأعمال بعيدا عن سيطرة الفدرالي الاحتياطي، كما توسعت الفجوة بين أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل.¹

تميزت الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية بفوارق أسعار الفائدة الواسعة بين الولايات المتحدة ودول العالم مع تقلبات منخفضة لأسعار صرف، وهي البيئة المواتية لعمليات المناقلة أو المراجحة، فبلغ متوسط سعر الفائدة بين أوائل سنة 2004 ومنتصف سنة 2007 في الولايات المتحدة-اليابان لمدة ثلاثة أشهر 3,5 نقطة مئوية بزيادة تدريجية في البداية ثم الاستقرار بعد ذلك بينما كان تقلب سعر الصرف الضمني للعملتين ضعيفا، الأمر الذي أدى إلى اتخاذ المستثمرين لوضعية طويلة (شراء) للدولار وقصيرة (بيع) لباقي العملات بعد ارتفاع قيمة الدولار بين سنة 2005 وصيف سنة 2007. خلال الفترة بين أواخر سنة 2007 والنصف الأول من سنة 2008، تقلص الفارق في أسعار الفائدة بين الولايات المتحدة ودول أخرى كنتيجة لركود الاقتصاد الأمريكي العميق والتخفيضات المرتبطة في أسعار الفائدة الأمريكية (سعر الفائدة على الأموال الفدرالية)، حيث تراجع معها العائد على الأصول الأمريكية، وبذلك أصبحت عمليات المناقلة أقل جاذبية نتج عنها عكس مراكز المضاربة الصافية.

في أعقاب انهيار بنك "ليمان بروذرز" في سبتمبر 2008، واصلت أسعار الفائدة تراجعها بحدة في جميع أنحاء العالم وتقلص التشتت، وفي نفس الوقت تزايدت نزعة تجنب المخاطرة لدى المستثمرين. أدت هذه التطورات إلى انخفاض حاد في معدل الخطر-المناقلة، ومن ثم التقليل من الحوافز لدى المستثمرين لمتابعة إستراتيجية المناقلة وتراجع في الصفقات وصافي مراكز المضاربة في سوق العقود الآجلة للعملات الأجنبية من مستويات الذروة إلى الحيادية لجميع العملات. نتيجة لذلك، ارتفعت بعض العملات على غرار الين مقابل اليورو والدولار بنسب 28 و11% على التوالي في فترة كان فيها الطلب على الدولار يتزايد بسبب تدفقات الملاذ الآمن. في سنة 2009 ومع تراجع تقلبات سعر الصرف الأجنبي تدريجيا، عاود المشاركون في الأسواق البحث عن عمليات المناقلة.² تزامنا مع عجز الميزان التجاري، وبسبب ارتفاع وتيرة الإنفاق العسكري،³ سجل عجز الميزانية العامة والدين الحكومي العام في الولايات المتحدة ارتفاعا إلى مستويات قياسية بلغت 76,6% من الناتج المحلي

¹ Andrew Atkenson & Patrick J.Kehoe, On the Need For a New Approach to Analyzing Monetary Policy, National Bureau of Economic research, NBER Working Paper Series, Working Paper N° 14260, August 2008, pp. 01, 02.

² European Central Bank, Monthly Bulletin, March 2010, op. cit, pp. 93-95.

³ حسب التقديرات، كلفت حربي أفغانستان 2001 والعراق 2003 ما يفوق 3 تريليون دولار.

الإجمالي في سنة 2006،¹ وارتفعت معها الديون الحكومية المستحقة إلى 8,9 تريليون دولار في سنة 2007.² نظرا لامتلاكها أسواق مالية ذات سيولة عالية، دأبت الولايات المتحدة على تمويل عجز الميزانية بواسطة المستثمرين الأجانب ببيعهم أذونات خزانة بالدولار الأمريكي كثير التقلب، وهو ما أدى إلى ربط ثروات دول بأكملها بما يستجد من أحداث قد تطرأ على معدلات التضخم في الولايات المتحدة وخارجها وقيمة الدولار وغيرها.³ في هذا الصدد، تختلف طريقة تمويل الولايات المتحدة للعجز عن دول الأزمة الآسيوية في أن الأخيرة اعتمدت على مصادر تمويل أجنبية بعملة أجنبية في تمويلها لعجز الميزانية الذي حمل معه مخاطر عدم استدامة الميزانية بسبب تغير أسعار الفائدة وأسعار الصرف.

أدى ارتفاع الدين العام الأمريكي الناتج عن تفاقم عجز الميزانية إلى إضعاف قيمة الدولار، الأمر الذي قلل من رغبة المستثمرين الأمريكيين والأجانب في اقتناء الأصول الأمريكية وأدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل، وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل وتفاقم الدين الخاص والعام. أدت الزيادات في أسعار الفائدة طويلة الأجل في الولايات المتحدة إلى الإضرار بشكل خاص باقتصادات الأسواق الناشئة ذات المديونية الخارجية الكبيرة المقومة بالدولار الأمريكي أو تلك التي تحتفظ باحتياطيات أجنبية بالدولار الأمريكي، ما أثر على الميزانيات العمومية لهذه البلدان وزاد من التقلبات الاقتصادية الكلية لها وصعب عليها خدمة مديونيتها والوفاء بالتزاماتها، كما أثرت التغيرات في أسعار الفائدة على الميزانيات العمومية للشركات الخاصة في الأسواق الناشئة من خلال آلية المعجل المالي بعد ارتفاع تكلفة الاقتراض والتمويل.

في ظل ارتفاع تكاليف التمويل، قامت الشركات في الدول الصاعدة بتخفيض إنفاقها الاستثماري الذي زاد من انكماش النشاط الاقتصادي.⁴ في هذا السياق، يفترض نموذج محاكاة صندوق النقد الدولي الذي اشتمل على آلية المعجل المالي أن الزيادة المستمرة في العجز المالي الأمريكي بنسبة 1% من خلال تخفيض الضرائب يؤدي إلى ارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي في الدول الصاعدة بنسبة 10% في الأجل المتوسط. يؤثر ارتفاع العجز المالي الأمريكي على كل من الاستهلاك والناتج في الولايات المتحدة ويقلل من الاستثمار فيها من خلال

¹ <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm/28-10-2019>

² بدعية لشهب، الأزمة المالية العالمية، المرجع السابق، ص73.

³ ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص33.

⁴ تعمل آلية المعجل المالي في الحالة العكسية، أي انخفاض أسعار الفائدة الأمريكية، على تدهور الميزانيات العمومية للشركات في الأسواق الصاعدة، ذلك أن مقرضوها يفضلون الإقراض بالدولار، وبالتالي فإن الصدمات التي تؤدي إلى ارتفاع قيمة الدولار وبالتالي انخفاض قيمة عملات الدول الصاعدة ينشئ عنها تدهور الميزانيات العمومية للشركات في الأسواق الصاعدة ما يؤدي إلى ارتفاع علاوة الخطر وانكماش النشاط الاقتصادي فيها.

آلية المزاومة، ويتسبب العجز المالي في توسيع الفروق بين أسعار الفائدة الأمريكية والأسعار الأجنبية ما يؤدي مبدئياً إلى ارتفاع قيمة الدولار، ولا تزول تلك الفروقات إلا بعودة التوازن إلى الميزانية، وهو ما لم يحدث خلال العقد الذي سبق الأزمة المالية العالمية.¹ وضع عجز التوائم الأمريكي، في ظل تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي اقتصادات دول كثيرة تحت تأثير السياسات الأمريكية وتغير نمط إدارة الاقتصاد المعتمد على الاقتراض.

ثانياً: **تعاظم الاستهلاك من خلال الاقتراض**: انعكس تدفق رؤوس الأموال والقروض الأجنبية إلى الاقتصاد الأمريكي مع مطلع القرن الحالي على البنوك والمؤسسات الإقراضية المحلية التي ارتفعت سيولتها. تحت تأثير السيولة الكبيرة وتراجع أسعار الفائدة، رفعت البنوك الأمريكية، كمنظيرتها من البنوك الآسيوية قبل أزمة 1997، من تمويلها للإنفاق الاستهلاكي للأمريكيين إلى أن بلغ حجم مديونية القطاع الاستهلاكي خلال العشرية التي سبقت الأزمة 8 تريليون دولار بزيادة 137% من الزيادة الحاصلة في الاقتصاد الأمريكي، وارتفع بذلك الدين المحلي إلى حدود 14 تريليون دولار ليصبح مساوي للنتائج المحلي.

تأثر قطاع الإسكان بتوفر التسهيلات الائتمانية المخصصة لتمويل الاستهلاك بتكاليف منخفضة فارتفعت الأسعار بعد ارتفاع الطلب، وقد استجابت البنوك لذلك الطلب ورفعت من قروضها المضمونة بأصول عقارية، غير أن العجز الجماعي عن سداد القروض رفع من عدد المنازل المهوونة ومن ثم أثار قطاع الإسكان في الولايات المتحدة. لم تكفي البنوك بتمويل قطاع العقار فقط، بل قامت بتمويل مشتريات الأمريكيين من السلع والخدمات المستوردة، فازدهر قطاع التصدير في الدول الآسيوية خاصة. مع ظهور الأزمة في الاقتصاد الأمريكي وتراجع الطلب الأمريكي، بدأ يظهر جلياً أثر الأزمة الأمريكية على الدول التي انتشر فيها الكساد.² لم يقتصر التوسع في الاقتراض والإقراض على البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية، حيث سلكت الدول الناشئة نفس الاتجاه شجعها في ذلك تدني أسعار الفائدة في الدول المتقدمة، تدفق الاستثمارات الأجنبية وغير المباشرة على أسواقها وتبني أغلبها أنظمة صرف وسيطة التي هي في الواقع أكثر عرضة للأزمات البنكية وأزمات العملة أو كلاهما (أزمة توأم).³

¹ International Monetary Fund, World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms, op. cit, pp. 67-72.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص 63.

³ Atish R.Ghosh & Others, Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment, International Monetary Fund, IMF Working Paper 14/11, January 2014, pp. 03-15.

ثالثاً: تهميش القطاع الحقيقي: بعد أزمة جنوب شرق آسيا 1997، استمرت التغيرات العميقة في بنية الاقتصاد العالمي نتيجة ثورة المعلومات والانفتاح الاقتصادي غير المسبوق في تهميش القطاع الحقيقي لصالح القطاع المالي، حيث تقلص نصيب قطاع الصناعة والزراعة في الاقتصادات الرئيسية إلى مستويات متدنية لا تتعدى في أحسن الحالات ربع الناتج الإجمالي، وقد أتاحت تلك التطورات آفاقاً واسعة للمضاربين لتوسيع أعمالهم إلى أسواق أخرى ومجالات جديدة، بما فيها العملات والمشتقات المالية التي أصبحت التجارة فيها ذات بعد دولي تدر أرباحاً وعوائد كبيرة في ظرف وجيز يسهل نقلها بسرعة من سوق إلى آخر.¹

جاء الإدمان على الاقتراض ليوسع الفجوة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، بينما أدت الطفرة العقارية إلى تحويل الاستثمار بعيداً عن القطاعات والنشاطات الأكثر إنتاجية لصالح قطاع الإسكان غير المنتج.² وعليه لعبت العوامل السابقة دوراً في توسيع دائرة المعاملات ذات المخاطرة العالية، وأصبح النظام المالي الدولي شديد الهشاشة وفي حالة من عدم الاستقرار.³

تكررت أخطاء دول الأزمة الآسيوية، فالحاجة إلى السيولة في وقت وجيز دفعت إلى تفضيل الدول الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على الرغم من كثرة تقلبها وسرعة تصفيتها في أوقات الأزمات، حيث ترتب على هذه الوضعية ارتفاع حدة مشكلة الليمون في الأسواق المالية في الدول المستقبلية. نتج عن ذلك في فترة سبقت الأزمة، ارتفاع نسبة استثمارات المحفظة الأجنبية إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهي أحد المؤشرات الهامة على هشاشة الوضع الاقتصادي والمالي والدالة على ارتفاع احتمالات التعرض لأزمة سيولة.⁴ يتضح تراجع مكانة القطاع الحقيقي المنتج مع تراجع القيمة المضافة في أنشطة القطاع الحقيقي لصالح قطاعات المال والعقار والتي ارتفعت فيها القيمة المضافة على حساب القطاعات الحقيقية ابتداء من النصف الثاني من العقد الأخير من القرن الماضي.⁵

¹ زياد حافظ، الأزمة المالية العالمية: البحث عن نموذج جديد، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية بيروت لبنان، العددان 55-56، صيف-خريف 2011، ص 14.

² Andrew K. Rose & Mark M. Spiegel, Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis : Early Warning, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15357, September 2009, p 11.

³ المرجع اعلاه، ص 14.

⁴ Itay Goldstein & Others, Liquidity, Institutional Quality and the Composition of International Equity Outflows, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°13723, January 2008, pp. 12, 15, 16.

⁵ Roberto Cardarelli & M. Ayhan Kose, op. cit, pp. 15-16.

الفرع الثاني: أسباب متعلقة بالقطاع المالي

ينظر إلى القطاع المالي على أنه المتسبب الأول والأساسي في الأزمة المالية العالمية 2008 نتيجة انتشار سلوكيات واختلالات أدت إلى تضخم الأصول المالية وابتعادها عن أحداث القطاع الحقيقي وقيمة الأصول الحقيقية، حيث تتمثل أهم تلك السلوكيات والاختلالات التي أدت إلى ضعف الهياكل المالية وهشاشة القطاع المالي فيما يلي:

أولاً: التوسع الائتماني السريع: كما تم الإشارة إليه سابقاً، سمحت الوفرة الكبيرة للسيولة لدى البنوك الأمريكية خلال السنوات الأولى من القرن الحالي بتوسع الأخيرة في منح الائتمان. بيد أن سياسة توظيف تلك الأموال كانت في أغلبها تتم دون مراعاة قواعد وضوابط منح الائتمان المعروفة، أدت إلى تعاضم مشكلة الوكالة نتج عنها إقراض جزء هام من تلك السيولة لقطاعات غير منتجة لا تخدم الاقتصاد سعياً وراء تعظيم العوائد والأرباح وقد أطلق البعض على هذه القروض اسم قروض النينجا.¹ كالبنوك الآسيوية، تمادت كثير من المؤسسات المالية الأمريكية في الاقتراض لإعادة توظيفها في قروض للاستفادة من فوارق أسعار الفائدة، وهو ما أدى إلى ارتفاع نسبة القروض إلى رأس المال وتفاقم مديونية تلك المؤسسات وارتفاع الرفع المالي.²

أدت السياسة النقدية التوسعية في أغلب الدول المتقدمة، وعلى رأسها الولايات المتحدة، إضافة إلى تشجيع البنوك على الإقراض إلى ارتفاع حجم الأصول المتعثرة وتدهور مستوى الرسملة. علاوة على الرسملة، كان عدد من البنوك، وفي مقدمتها الأمريكية، تعاني من شح السيولة (الأصول السائلة إلى إجمالي الخصوم) في ميزانياتها العمومية، ويرجع السبب في ذلك إلى تعامل البنوك في إدارتها للمخاطر مع الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري. أما هيكل التمويل، فقد لوحظ اتجاه البنوك إلى الاعتماد أكثر على أسواق التمويل بالجملة لتمويل أنشطتها الإقراضية عالية المخاطر بسبب المنافسة الكبيرة مع المؤسسات المالية غير البنكية على المدخرات الأسرية.³

لجأت البنوك لأسواق التمويل بالجملة لجذب فوائض السيولة من المؤسسات غير المالية والأسر (من خلال صناديق الاستثمار المشترك في سوق المال) والمؤسسات المالية الأخرى والسلطات الحكومية والمحلية والكيانات

¹ نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص 160.

² نبال محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة: الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 28، العدد الأول، 2012، ص 537.

³ Lev Ratnovoski & Rocco Huang, Why Are Canadian Banks more Resilient?, International Monetary Fund, Working Paper, 09/152, July 2009, pp. 04-12.

الأجنبية، حيث تمتعت الشركات غير المالية خلال الفترة التي سبقت الأزمة بوفرة السيولة،¹ وقد أدى التمويل بالجملة إلى زيادة هشاشة النظام البنكي وارتفاع الرافعة المالية لدى مؤسساته من خلال ارتفاع نسبة الائتمان إلى الودائع (أكثر من 1,5 في الاقتصادات المتقدمة) قبيل انفجار الأزمة.² تجدر الإشارة إلى أنه قبل الأزمة، وتحت نشوة توفر السيولة بكثرة وارتفاع أسعار الأصول وضعف أجهزة الإشراف والرقابة، لم يكن هناك رصد شامل للرافعة المالية في أغلب الأسواق ولم تبذل الحكومات جهداً لتتبع الرافعة المالية على مستوى المؤسسات والأفراد الأمر الذي صعب من إدارة أزمة السيولة وإدارة المخاطر النظامية.³ علاوة على ما سبق، وفي مرحلة إعادة التمويل، يتميز التمويل بالجملة بعدم الاستقرار وقصر أجله وحساسيته العالية للمخاطر كونها غير مؤمنة، فترتفع مخاطر قيام الممولين بالجملة بالانسحاب فجأة مما يؤدي إلى عمليات تصفية غير فعالة، حيث يحظ الممولين بالجملة بالسهولة في الخروج من التمويل دون تكبد خسائر كبيرة بسبب أسبقيتهم في الخدمة (التمويل) والتباطؤ النسبي للمودعين الأفراد المؤمن عليهم.⁴ وعليه، ساهمت صناديق التمويل بالجملة في نشر الاضطرابات المالية حيث كانت البنوك الأمريكية قبل الأزمة شديدة التعرض للصدمات وأكثر قابلية لنقلها إلى القطاع الحقيقي من خلال الضائقة الائتمانية وشح الائتمان التي عادة ما تصيب القطاع البنكي.⁵

تمحض عن سياسات التحرير المالي خلال العقود الثلاثة الماضية السابقة للأزمة المالية العالمية 2008 أن شهد النظام المالي طفرة نوعية وتدفقا هائلا لرؤوس الأموال، ساهمت في تحقيق نمو كبير وسريع نتيجة إطلاق أدوات مالية مستحدثة جرى تحريفها عن أهدافها لأغراض المضاربة التي فصلت القطاع المالي عن الحقيقي، وتبرز المضاربة جليا في أسواق الصرف البعيدة عن رقابة السلطات النقدية التي تدفقت عليها قروض البنوك والمؤسسات المالية قصيرة الأجل بحثا عن تحقيق عوائد مجزية في وقت وجيز دون إيلاء اهتمام كافي لحجم المخاطر العالية والمتنوعة. في المحصلة، بدأت الفقاعات المالية بالظهور بين فترة وأخرى أطاحت ببعض أعرق البنوك والمؤسسات الاستثمارية.⁶

¹ Rocco Huang & Lev Ratnovoski, The Dark Side of Bank Wholesale Funding, Research Department, Federal reserve Bank of Philadelphia, Working Paper N°09-3, November 2008, pp. 02-08.

² Ouarda Merrouche & Erlend Nier, op. cit, p 11.

³ John Geanakoplos & Lasse Heje Pedersen, Monitoring Leverage, Risk Topography: Systemic Risk and Macro Medeling, National Bureau of Economic Research, August 2014, pp. 114, 115.

⁴ Rocco Huang & Lev Ratnovoski, the Dark Side of Bank Wholesale Funding, Research Department, op. cit, pp. 02-08.

⁵ Lev Ratnovoski & Rocco Huang, Why Are Canadian Banks more Resilient?, op. cit, p 12.

⁶ عبد المجيد قدي، المرجع السابق، ص 13.

أكدت الدراسة القياسية لـ "مروش وناير" (Merrouche & Nier, 2010) التي غطت دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1990-2007 على دور تدفق رؤوس الأموال في الأزمة المالية العالمية 2008، كما في أزمة جنوب شرق آسيا 1997، في تراكم الاختلالات المالية، حيث أدت التدفقات منها إلى انخفاض أسعار الفائدة وشجعت المخاطرة على نطاق غير عادي (الخطر المعنوي)، وتوسعت على أثرها ميزانيات البنوك العمومية وتم إنشاء أدوات جديدة لتحقيق عائد أكبر.¹ في دراسة لـ "فوسكيز وفيديريكو" (Vozquez & Federico, 2012) التي غطت حوالي 11000 بنك أمريكي وبنوك أوروبية خلال الفترة 2009-01 وهي المناطق الأكثر تضررا من الأزمة المالية العالمية، برزت اختلافات نظامية في الأهمية النسبية للسيولة والرافعة المالية بين مجموعات البنوك، حيث كانت البنوك العالمية (الكبرى) أكثر عرضة للفشل بسبب الرافعة المالية المفرطة وضعف المخزون الاحتياطي من رأس المال (وقائي) وفجوات أوسع بين نسب الرافعة المالية ورأس المال إلى الأصول المرجحة بالمخاطر، كما كانت البنوك المحلية هي الأخرى عرضة للفشل بسبب ضعف السيولة الهيكلية² (أي التحول المفرط للسيولة) والاعتماد المفرط على التمويل قصير الأجل بالجملة لتمويل التوسع في ميزانياتها في الفترة التي سبقت الأزمة، وهي عوامل رئيسية في تراكم المخاطر النظامية وآلية الانتشار.³

وعليه، نمت الأصول المالية الأمريكية إلى حوالي 480% في الربع الثالث من سنة 2007، كما سجلت نسبة الدين إلى الناتج المحلي ارتفاعا قياسيا، فارتفعت حصة القطاع المالي من ديون الولايات المتحدة المستحقة إلى 34% في الربع الثالث من سنة 2007، وانخفضت حصة الحكومة من 24 إلى 15%، فيما عرفت حصة الأسر والشركات غير المالية استقرارا.⁴ ويوضح الشكل رقم (3-1) تطور الجامع البنكية بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة خلال الفترة من سنة 1900 إلى بداية الألفية الحالية.

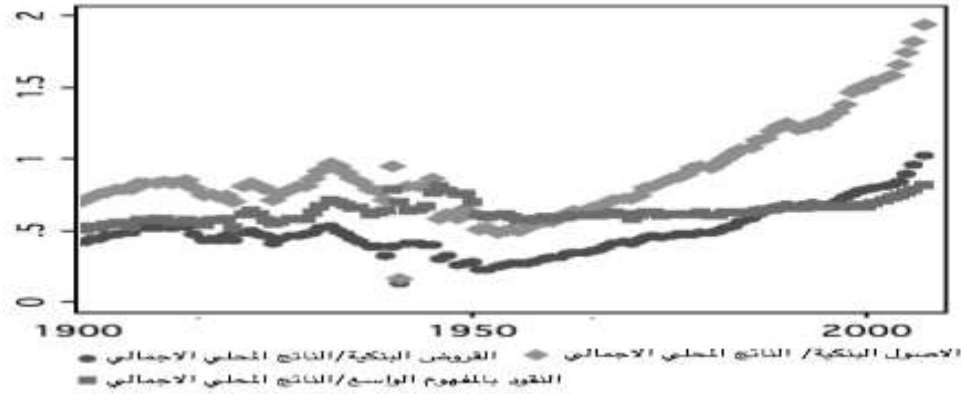
¹ Ouarda Merrouche & Erlend Nier, op. cit, pp. 08, 09.

² يتم قياس السيولة الهيكلية بالنسبة بين مصادر التمويل الطويلة الأجل المستقرة إلى مراكز الأصول الهيكلية.

³ Bas B. Bakker & Anne-Marie Gulde, The Credit Boom in the EU New member States: Bad Luck or Bad Policies ?, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/130, May 2010, pp. 05-07.

⁴ Ricardo J. Caballero, The "Other" Imbalance and the Financial Crisis, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15636, January 2010, pp. 13-16.

الشكل رقم (3-1): المجاميع البنكية بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1900-2000



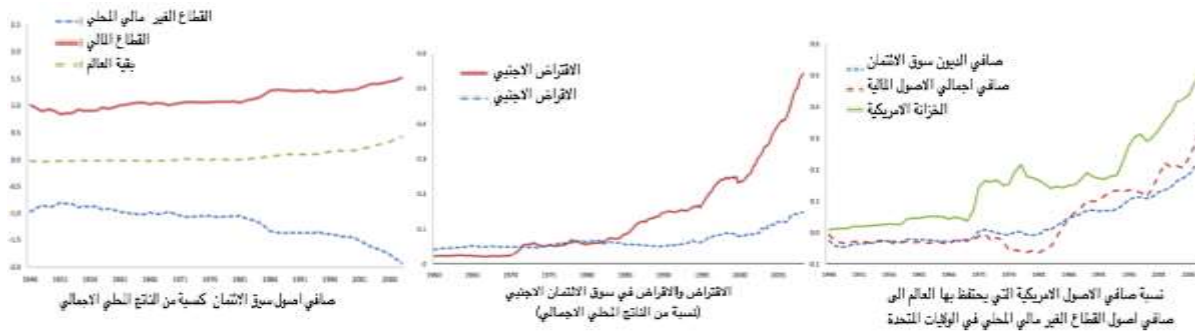
Source : Moritz Schularick & Alan M. Taylor, Credit Booms Gone Bust : Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°1512, November 2009, p 09.

كسابقتها من الأزمة الآسيوية 1997، فتح ضعف الإشراف والرقابة من جانب السلطات النقدية قبل الأزمة المالية العالمية 2008 مجال لفساد كثير من إدارات المؤسسات المالية الكبرى التي تغاضت عن الاهتمام اللازم بالمخاطر المصرفية والالتزام بمعايير العمل المصرفي السليم، ومن أهمها متطلبات اتفاقية بازل 2 سعياً وراء تعظيم المكافآت والحوافز، ما شكل خطراً على باقي إدارات المؤسسات المالية الأخرى. فتح الفساد المجال للبنوك للمجازفة بتقديم قروض بمبالغ ضخمة للأفراد وخاصة الرهن العقاري ذو المخاطر العالية، دون دراسة دقيقة ووافية لمقدرة المقترضين مع إهمال اعتبارات السيولة وكفاية رأس المال، الأمر الذي ترتب عنه إغراق كثير من المواطنين في دوامة الديون وتعريض أموال المودعين للضياع في حالة ركود قطاع العقارات أو توقف المقترضين عن السداد.¹ يوضح الشكل رقم (3-2) تطور صافي الائتمان الأمريكي في الفترة من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى سنة 2008.²

¹ أحواد كاسم البكري، فتح الاقتصاد الأمريكي، الأزمة المالية العالمية 2008، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الإستراتيجية العراق، 2011، ص 139.

² Deniz Igan & Others, A fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis, International Monetary Fund, IMF Working Paper 09/287, December 2009, p 47.

الشكل رقم (3-2): صافي الائتمان الأمريكي في الفترة 1946-2008



Source : Enrique G.Mendoza & Vincenzo Quadrini, Financial Globalization, Financial Crises and Contagion, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15432, October 2009, p 03.

ثانيا: انتشار القروض العقارية الرديئة: خضع سوق الرهن العقاري لتنظيم محكم ورقابة مستمرة حتى نهاية السبعينات من القرن الماضي، ومع بداية العقد الثامن شرعت الدول المتقدمة والناشئة في تحرير أنظمتها المالية وإلغاء الحد الأقصى للإقراض وأسعار الفائدة على الودائع وإلغاء القيود وضوابط على الائتمان، الأمر الذي أدى إلى اشتداد المنافسة بين المؤسسات المالية في إقراض قطاع الإسكان ذي الآفاق الواعدة. قامت البنوك بإقراض ملايين العائلات الأمريكية بأسعار فائدة متغيرة وبدون دراسة جدوى كافية لقدراتهم المالية، وقد شجعها في ذلك ظهور الأدوات المالية المستحدثة (المشتقات المالية) وإمكانية تحويل قروضها العقارية إلى سندات موقرة (التوريق) قابلة للتداول في الأسواق المالية. لضمان تسويق تلك القروض في كل أنحاء العالم، تم توريق شركات التأمين التي التزمت مقابل رسوم شهرية بتأمين بسداد قيمة السندات إذا أفلس البنك أو صاحب المنزل.¹

أدى الابتكار المالي المستمد من توريق القروض العقارية عالية المخاطر والقروض الأخرى إلى تحويل المخاطر بعيدا عن البنوك المقرضة الأصلية، من خلال سندات الرهن العقاري وغيرها من الأوراق المالية المدعومة بالأصول والتي تجمع مخاطر المقترضين الأقل امتيازاً مع نظرائهم من جديري الثقة، حيث تم استيعابها من صناديق الاستثمار برأس مال مخاطر في الولايات المتحدة وخارجها. عقب إلغاء قانون "غلاس-ستيغال"

¹ محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية: قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص46.

(Glass-Steagall Act)¹ في الولايات المتحدة ارتفعت حدة المخاطر، حيث مكن الإلغاء المؤسسات المالية ذات نسب رأس المال المنخفضة من تقديم خدمات كانت حصراً على البنوك، الأمر الذي سمح بنمو القطاع المالي غير المصرفي الذي لم يكن خاضعاً للتنظيم من قبل البنك المركزي، وأدى إلى ارتفاع احتمال التعرض للمخاطر فبمجرد اندلاع الأزمة أجبرت المؤسسات المالية على الانخراط في عملية تخفيض الديون الكبيرة انطوت على بيع الأصول بثمن جد منخفض في أسواق متدهورة، مما أدى إلى انخفاض قيمة أصولها وأصول الشركات المالية الأخرى.²

قامت الولايات المتحدة على مدار عقود بسن قوانين وتعديل أخرى أدت في النهاية إلى ظهور الفقاعة العقارية، فمع انتخاب الرئيس "بوش الابن" الذي رفع شعار الحلم الأمريكي والمتمثل في "بيت لكل أمريكي" توسعت دائرة ملكية العقارات لتشمل مجموعات من ذوي الدخل المنخفض، وقد شجع البنوك في ذلك الخصومات المطبقة على أسعار الفائدة على القروض العقارية والتحفيزات الضريبية في إطار قانون 1997 الذي أعفى قروض المنازل من ضرائب الأرباح.³

ساهم التدفق الكبير لرؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة والدول الصناعية الأخرى، تزامناً مع أزمات الأسواق الناشئة في التسعينات، في ارتفاع الطلب من المقيمين في الدول الناشئة على الأصول الآمنة في الولايات المتحدة والدول الصناعية، بحيث لم ينزك للمستثمرين بما فيهم المقيمين في الولايات المتحدة إلا الأصول الخطرة التي عرفت إقبالا بحثاً عن عوائد أعلى منها. عمل الإقبال على الأصول الخطرة على التقليل من حجم المخاطر الحقيقية في عدد من الأسواق في الولايات المتحدة وخارجها وعدم اليقين بشأن كيفية توزيع المخاطر في جميع أنحاء النظام المالي العالمي. علاوة على ما سبق، ساهم تدني أسعار الفائدة الحقيقية لفترة طويلة وتدفق رؤوس الأموال على قطاع الإسكان، الذي افتقد للتنظيم الفعال، في ارتفاع أسعار الأصول خاصة بالنسبة للأصول طويلة الأجل؛

¹ سمح قانون غلاس-ستيغال، الذي تم سنه في سنة 1933 ثم ألغي في سنة 1999 من قانون تحديث الخدمات المالية المعروف ب (The Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act)، للبنوك التجارية ببيع أي إصدار جديد من الأوراق المالية الحكومية، ولكن تم منعها من الاكتتاب في الأوراق المالية للشركات أو الدخول في نشاطات الوساطة كما منع البنوك من القيام بنشاطات التأمين والعقارات. وبدوره، منع بنوك الاستثمار وشركات التأمين من القيام بأنشطة البنوك التجارية، وبالتالي حماية البنوك من منافسة المؤسسات المالية الأخرى.

² Michael D.Bordo, An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008, NBER Working Paper Series, Working Paper N° 14569, National Bureau of Economic Research, December 2008, pp. 10,11.

³ Adrian Blundell-Wignall, Paul Atkinson and Se Hoon Lee, The Current financial Crisis: Causes and policy issues, Financial Market trends, OECD, 2008, p 08.

مثل الأسهم والعقارات، وانخفاض مخاطر الائتمان وتوفير بيئة مالية مستقرة مؤقتا، حيث شكل ذلك حافزا قويا للبنوك لإقراض وتمويل قطاع الإسكان والعقارات النشط، فسجل ارتفاع الرافعة المالية وزيادة حدة الخطر المعنوي وازدهار المعاملات المالية المتهورة وغير الآمنة وإشاعة الاعتقاد بأن الأسعار سوف تستمر في الارتفاع في ظل ارتفاع معدلات الاستهلاك الكلية.¹ يعتبر النقص في الأصول الآمنة وعدم القدرة على توفيرها بالحجم المطلوب السبب وراء إنشاء أدوات مالية خطيرة غاية في التعقيد تعتمد على قانون الأعداد الكبيرة ومن شرائح ائتمانية مختلفة لتوليد أصول آمنة من أصول خطيرة؛ مثل الرهن العقاري عالي المخاطر.²

ساهمت العوامل السابقة في تنشيط سوق الإسكان الأمريكي الذي ارتفعت أسعاره، توارت معه المخاطر في الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري وأدوات الاستثمار المركبة والمهيكلية. مع نهاية سنة 2005 وبداية سنة 2006، توقفت أسعار العقارات في الولايات المتحدة عن الارتفاع وبدأت فقاعة العقارات سيئة السمعة بالانكماش، ومع انفجار الأزمة الأمريكية انفجرت فقاعة ارتفاع أسعار الأصول العقارية والمالية وتراجع العروض من الأصول الأمريكية بجدة، وانخفضت أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل إلى 1,4% في جوان 2008.³

ثالثا: ضعف الرقابة على المؤسسات المالية: تؤدي المؤسسات المالية على تعددها وتنوعها دورا هاما وفي نفس الوقت خطيرا في أي اقتصاد، فقد تنحرف عن الوظائف النبيلة المنوطة بها في حالة إغفال الرقابة على أنشطتها وتصبح مصدرا للاضطرابات والأزمات المالية، وليس أدل على ذلك من أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 التي انطلقت من القطاع المالي. كأزمة جنوب شرق آسيا 1997، تتحمل الأجهزة الرقابية مسؤولية ظهور الأزمة المالية العالمية 2008 واستفحالها، حيث أن تقصيرها وامتلاكها لمعلومات أقل من الشركات عن الأسواق مع محدودية الموارد لتنفيذ أدوارها الرقابية وضعف الحوافز فسح المجال لتعمق مشكلة عدم تماثل المعلومات، والتي أدت إلى ارتفاع تكاليف المعاملات وإعاقة تحسين كفاءة الأسواق.⁴ وبدوره، فتح ضعف وفساد الأجهزة الرقابية في كثير من الدول المجال للأجهزة الإدارية في المؤسسات المالية بالاحتيال والتلاعب بأموال المودعين والمساهمين في قروض واستثمارات كبيرة دون الالتزام بمعايير السلامة المصرفية الدولية.⁵

¹ Michael P.Dooley & Others, Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14731, February 2009, pp. 01, 04.

² Ricardo J.Caballero, op. cit, pp. 2-5.

³ Ricardo J.Caballero & Others, op. cit, pp. 02, 03.

⁴ Nancy L. Rose, Learning from the Past: Insights for the Regulation of Economic Activity, Economic Regulation and its Reform: What Have We Learned?, National bureau of Economic Research, June 2014, pp. 18-20.

⁵ صندوق النقد العربي، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية، ديسمبر 2008، ص10.

كان ضعف الرقابة التنظيمية سببا مباشرا في زيادة هشاشة النظام المالي في الولايات المتحدة، تدهور معايير الإقراض خلال الفترة التي سبقت الأزمة، وزيادة هشاشة البنوك الضعيفة الأقل قدرة على مقاومة الأزمة.¹ أشارت دراسة لـ "إيقان وآخرون" (Igan & Others, 2009) التي شملت 9000 مؤسسة مالية إلى دور ضعف نظم الإشراف والرقابة في فتح المجال للتأثير السياسي على الصناعة المالية في أزمة الرهن العقاري من خلال ارتباط جماعات الضغط بمزيد من المخاطرة وارتفاع الخطر المعنوي والأداء السيئ للرقابة السابقة، حيث بنت عليها استراتيجيات إقراض محفوفة بالمخاطر لاستغلال مكاسب قصيرة الأجل مستفيدة من التوقع بالمعاملة التفضيلية والإنقاذ في حالة ارتفاع الخسائر، ترتب عليها ارتفاع نسبة القروض إلى الدخل وارتفاع الميل للتوريق ونمو سريع لمخاطر القروض العقارية.²

إضافة إلى ما سبق، أشارت كثير من الدراسات أن التنظيم غير الكافي وغياب الإشراف في وقت التحرير قد لعبا دورا رئيسيا في ظهور الأزمات المصرفية، وسوء إدارة وتوجيه رؤوس الأموال المتدفقة.³ فرضت الولايات المتحدة متطلبات إفصاح صارمة على الشركات غير المالية، في حين أن تلك الصرامة لم تكن بالشدة المطلوبة على قطاع المؤسسات المالية، ولم يسجل وجود شرط الكشف عن المعلومات الماثلة المفروضة على القطاع المالي، الأمر الذي صعب من عملية جمع بيانات دقيقة عن الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية، زاد من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات، وأضاع فرصة تحيين المعلومات بما يمكن من اعتماد لوائح تناسب التحديات المالية بشكل أفضل.⁴

رابعا: اللجوء المكثف إلى توريق الديون: تعتبر حقبة السبعينات بداية ظهور التوريق، عندما قامت الوكالات الفدرالية⁵ المدعومة من الحكومة الأمريكية بإعادة توريق الديون العقارية التي سبق وأن اشتزتها من البنوك.⁶ كان لمتطلبات العمل المصرفي دور في نمو التوريق من خلال فرض رسوم رأسمالية منخفضة على الأصول

¹ Andrew K.Rose & Mark M.Spiegel, op. cit, pp. 09-10.

² Deniz Igan & Others, op. cit, pp. 26-27.

³ Carmen M.Reinhart & Kenneth S.Rogoff, op. cit, pp. 26-29.

⁴ Joshua Aizenman, On the paradox of Prudential Regulations in the Globalized Economy ; International Reserves and the Crisis : a Reassessment, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14779, March 2009, pp. 04-05.

⁵ الوكالات الفدرالية هي: فاني ماي (FANNIE MAE) التي تأسست في سنة 1938، وجيني ماي (GINNIE MAE) في سنة 1968، وفريدي ماك (FREDDIE MAC) في سنة 1970.

⁶ نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" المرجع السابق، ص151.

المورقة (بازل 1) والمعاملة التفضيلية للأصول المورقة، مما شجع البنوك على نقل الأصول إلى أدوات خارج الميزانية إضافة إلى الدعم الحكومي والمتمثل في الإعفاء من الضرائب المحلية والفيدرالية ومتطلبات تسجيل الأوراق المالية والاستفادة من إعادة التمويل (خطوط القروض) من الخزانة الأمريكية، كما شجعت الأطر التنظيمية المخاطرة من خلال التحديد الضمني للمؤسسات المالية الكبرى بأنها "أكبر من أن تفشل" في شكل التزامات حكومية بإنقاذها، الأمر الذي حفز المؤسسات على المجازفة والتعرض لمخاطر عديدة.

في ظل ضعف الهيكل الإشرافي التنظيمي، فاقم التقدم المحرز في مجال الهندسة المالية من ضعف النظام المالي، وساهم في دمقرطة الائتمان التي مست شرائح واسعة من المستهلكين، حيث تطور توريق الأصول المالية المدعومة بالرهن وغيرها من الأوراق المالية إلى منتجات هيكلية أكثر تعقيدا تاركة الأصول أكثر عتامة بالنسبة لأغلب جمهور المتعاملين بها. في الوقت الذي أتاح فيه التوريق إمكانية زيادة التنوع وتعزيز إدارة المخاطر، سمح للمقرضين ببيع الائتمان مباشرة بعد تمديده مما أزال بشكل فعال حوافز الإدارة السليمة للمخاطر. علاوة على ذلك، قلل التوريق من الشفافية الكلية عن طريق تخفيض الحافز لجمع ونشر معلومات حول مخاطر الطرف المقابل وأدى إلى قطع الصلة بين منشئي القروض الذين كانوا يتحملون المخاطرة، مما خفض من الحوافز لمنشئي القروض على بذل العناية والدراسة الواجبة قبل تقديم الائتمان.¹

علاوة على توفر الغطاء الحكومي للنشاط التوريقي، شجع ارتفاع العرض النقدي وانخفاض أسعار الفائدة البنوك على التوسع في إقراضها لعائلات لاقتناء عقارات بدون امتلاك ضمانات تكفي لتغطية القروض،² كما أن وجود أسواق مالية على درجة كبيرة من السيولة شجع الوكالات الفيدرالية على التوسع في توريقها لديون العائلات الأمريكية إلى الحد الذي وصل فيه إجمالي أصول "فاني ماي" و"فريدي ماك" في سنة 2003 إلى 906,53 و635,6 مليار دولار على التوالي، متجاوزة في ذلك بكثير الديون والالتزامات التي عليها.³ مع بداية ظهور بوادر الأزمة (مرحلة التثبيت) وتوقف العديد من العائلات الأمريكية عن تسديد قروضهم المستحقة بعد ارتفاع أسعار الفائدة، بدأ نشاط التوريق يواجه صعوبات وبدأت معه متاعب وكالات التوريق التي بدأت بتسجيل خسائر انتهت بها إلى الإفلاس، أخذت في طريقها بنوك ومؤسسات مالية وغير مالية.⁴ لقد تم توجيه أكثر من تريليون دولار خاصة من الفوائض المالية للدول الناشئة، إلى سوق الرهن العقاري الثانوي في الولايات المتحدة الذي يتكون

¹ Andrew K.Rose & Mark M.Spiegel, op. cit, pp. 06-08.

² نبال محمود قصبه، المرجع السابق، ص 537.

³ Abdelkader Beltas, op. cit, p 33.

⁴ ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية: التحليل الاقتصادي الكلي، المرجع السابق، ص 11.

من أفقر المقترضين من حيث الجدارة الائتمانية داخل الولايات المتحدة سعياً وراء تعظيم العوائد، وبذلك فإن هذه الابتكارات جعلت من الأدوات غير شفافة وغير سائلة في مواجهة هبوط أسعار المساكن.¹

خامساً: الاستخدام السيئ للمشتقات المالية والتعامل المكثف بالبيع على المكشوف: دفعت المنافسة

الشديدة بين المؤسسات المالية وسعي القائمين على الأسواق المالية للرفع من سيولة السوق إلى استحداث المشتقات المالية التي توسع نطاق انتشارها بعد موجة التحرر المالي.² في سبيل تخفيف ضغوط المنافسة واستعادة المراكز التنافسية، بدأت البنوك في استكشاف كيفية تقليل متطلبات رأس المال بالتزامن مع تحويل مخاطر الديون إلى أطراف أخرى، وكان الحل لتلك المؤسسات هو المشتقات المالية،³ وقد ساهمت شركات التأمين في الإقبال على المنتجات المهيكلية والمشتقة من خلال قيامها بتأمين المنتجات المهيكلية المدعومة برهون عقارية عالية المخاطر.⁴ نظراً لتلك المزايا، تصاعد حجم الإقبال عليها خلال الثمانينات وبشكل أوضح ابتداءً من التسعينات نظراً لارتفاع وتنوع المخاطر وتزايد اللجوء إلى التمويل من الأسواق المالية الدولية،⁵ حيث بلغ حجم التعامل في المشتقات المالية في البورصات المنظمة نحو 630 تريليون دولار مع نهاية سنة 2014، وهو رقم يعادل 6 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي و 6,5 ضعف قيمة سندات الدين في العالم.⁶

رغم الحلول التي جاءت بها المشتقات المالية لمساعدة المؤسسات خاصة البنوك، على تحقيق مكاسب أكبر مع تحمل مخاطر أقل، شجع في ذلك الاعتقاد أن الانضباط في الأسواق المالية من شأنه أن يضع حداً للسلوكيات المجازفة، إلا أن هذا الافتراض قد ثبت خطؤه حيث حرفت المضاربة في ظل غياب الأجهزة الرقابية تلك الأدوات عن أهدافها النبيلة وأساءت استخدامها، مما أدى إلى تراكم الاختلالات الخارجية وارتفاع درجة

¹ Carmen M.Reinhart & Kenneth S.Rogoff, Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°13761, January 2008, pp. 03, 04.

² حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مجلة مصر المعاصرة، مصر، العدد 841 يناير 2006، ص 400.

³ Viral Acharya & Philipp Schnabl, Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09, 10th Jacques Polak Annual Research Conference, International Monetary Fund, November 5-6, 2009, pp. 31-34.

⁴ موسلي أمينة، المرجع السابق، ص 180.

⁵ حسين عبد المطلب الأسرج، المرجع اعلاه، ص 400.

⁶ Bank for International Settlements BIS, Statical Bulletin, June 2007, p 221.

الانكشاف للمخاطر وظهور فقاعات كبيرة في أسعار الأصول في الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة خاصة في قطاع العقارات وتراكم الرفع المالي والمخاطر في الأنظمة المصرفية وخارجها.¹

زاد الإقبال على التعامل بالبيع على المكشوف أو التعامل بالهامش من خطورة الوضع، فعمليات تحرير الأسواق المالية سمحت بالتعامل في الأوراق التجارية وأسواق المال عن طريق الاقتراض وتكوين محافظ الاستثمار بما يفوق ما مجوزة تلك المؤسسات من سيولة نقدية، وذلك تحت تأثير الثقة المفرطة في المستقبل باستخدام المشتقات المالية، خاصة وأن أعداد تلك المؤسسات ارتفعت وأصبحت تتحكم في تريليونات الدولارات تحركها بسرعة كبيرة من سوق لآخر، غير أن انخفاض أسعار الأسهم والسندات وباقي الأدوات المالية والمؤشرات التي بنيت عليها عقود المشتقات قد وضع تلك المؤسسات في حالة إعسار مالي وغير قادرة على سداد القروض.²

سادسا: فساد وكالات التقييم والتصنيف الائتماني: في ظل تبني الحرية المالية وضعف الرقابة استشرى الفساد في كثير من وكالات التصنيف الائتماني في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية، بحيث أصبح التقييم لا يعبر عن حقيقة الوضعية المالية للبنوك وشركات التأمين وباقي المؤسسات المالية، وهو ما أعطى صورة وهمية للمستثمرين حول الوضعية المالية للنظام المالي شجعت على ارتفاع الطلب على السندات والأدوات المالية المبتكرة ذات التقييمات الإيجابية الوهمية ورفعت من أسعار أصول تلك المؤسسات. وعليه، بدأت الفقاعات المالية بالظهور وضللت صناعات القرار التي جاءت قراراتهم التصحيحية جد متأخرة وغير فعالة.³ وكأزمة جنوب شرق آسيا 1997، كانت كثير من الإصدارات المعقدة وعالية المخاطر خلال الطفرة التي سبقت انفجار الأزمة تحظى بتصنيفات عالية رفعت من الطلب عليها وشجعت البنوك على تجاهل المخاطر، فقامت وكالة "موديز" لوحدها بتصنيف ما قيمته 4700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون و736 مليار دولار من التزامات الدين المضمون خلال الفترة 2000-2007.⁴

مع اندلاع الأزمة وارتفاع حالات التخلف عن السداد وتوقف التدفقات النقدية، هارت ثقة المستثمرين في التصنيفات الائتمانية وتراجعت معها إصدار منتجات التمويل المهيكلة بعد بلوغها الذروة في سنة 2006 حيث تم استيعاب الخسائر من المستثمرين من الفئة الصغرى قبل أن يتأثر المستثمرون ذووا الأولوية الأعلى، وبرزت

¹ صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، 2009، ص 09.

² موسى اللوزي وآخرون، المرجع السابق، ص 323.

³ مداني أحمد، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 10، جوان 2013، ص 57.

⁴ موسلي أمينة، المرجع السابق، ص 179-180.

بذلك مخاطر الأدوات المشتقة.¹ تجدر الإشارة إلى أن الفروقات بين تقييم وكالات التصنيف الائتماني للأدوات المالية المشتقة والهجينة والمهيكلية من جهة، وسندات الخزينة (الخالية من الخطر) من جهة أخرى، ما فتئت أن تتقلص.²

سابعاً: السياسات التجارية والنقدية الصينية: إن تبني الصين لسياسات معينة في تجارتها مع العالم الخارجي بهدف زيادة صادراتها قد جعلها متهمة بالمساهمة في الأزمة المالية العالمية 2008 وتفاقمها. استطاعت الصين تحقيق معدل نمو عالي ولفترة طويلة (من 7% في نهاية التسعينات إلى 10% قبل الأزمة)، وارتفعت نسبة الحساب الجاري إلى ناتجها المحلي الإجمالي من 2% في نهاية التسعينات إلى 10% قبل اندلاع الأزمة.³ نتيجة للفائض في الحساب الجاري، ارتفعت الاحتياطات الأجنبية لدى الصين وظفتها بالدرجة الأولى في اقتناء سندات وأذونات خزنة أمريكية وسندات مدعومة برهون عقارية، وهو ما نشط قطاع الرهونات العقارية وحفز البنوك على التوسع في إقراضها للقطاع العقاري والتساهل في شروط منح القروض.

ثامناً: تقصير صندوق النقد الدولي في دوره الرقابي والتحذيري: في أعقاب الأزمة، تعرض صندوق النقد الدولي إلى سيل من الانتقادات طالبت بعضها بالاستغناء عنه والبحث عن بديل له بسبب تقصيره في أداء وظائفه في مراقبة عمل الأسواق الدولية والإنذار المبكر عن الاختلالات. بما يسمح للحكومات والسلطات باتخاذ التدابير التصحيحية، وهو ما فتح المجال للبنوك والمؤسسات المالية بالإخلال بالقواعد السليمة.⁴ أقر الصندوق بأن مراقبة استقرار النظام المالي الدولي قد قللت من شأن التزامك المشترك للمخاطر النظامية في القطاعات، واعترف بالنقص في الخبرة التي تسمح بتغطية مسائل القطاع المالي.⁵

أدت الأسباب السابق ذكرها إلى حدوث الأزميتين اللتان تميزتا، خلافاً لباقي الأزمات المالية، باكتسائها الطابع الدولي والخسائر القياسية بعد أزمة الكساد العظيم 1929، حيث عرفت الأزميتين تطورات سريعة وانتشاراً واسعاً وسريعاً إلى مناطق أخرى، الأمر الذي استدعى تدخل الدول والجهات المعنية بالمحافظة على الاستقرار النقدي والاقتصادي المحلي والدولي.

¹ Afraim Benmelech & Jennifer Dlugosz, The Credit Rating Crisis, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15045, June 2009, pp. 01-08.

² Ricardo J.Caballero, op. cit, pp. 15-17.

³ Eswar S.Prasad, Rebalancing Growth in Asia, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15169, July 2009, pp. 29-31.

⁴ إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص58.

⁵ Carlo Golo & Francesco Spadafora, Financial Sector Surveillance and the IMF, International Monetary Fund, IMF Working Paper 09/247, November 2009, pp. 51, 62.

المبحث الثاني: تطور الأزميتين والجهود المبذولة لمواجهتهما

كما تم ذكره آنفاً، وقر تشابك العلاقات وزيادة كثافة الاعتماد البيئي بين الدول نتيجة التحرير المالي في ظل ضعف أجهزة الرقابة المالية البيئية المناسبة لنشوب أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة العالمية 2008 حيث ساهمت في تسارع وتطور الأحداث وجعلت من انتشار الأزمات المالية إلى دول ومناطق جغرافية أمتراً حتمياً، الأمر الذي صعب من جهود الدول لمعالجتها ودفعها إلى طلب مساعدة دول أخرى وتدخل المؤسسات النقدية الدولية. وفي سبيل استكمال مختلف جوانب الأزميتين الماليتين، سنتطرق في هذا المبحث إلى تطور أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008، والجهود المبذولة لمعالجتهما.

المطلب الأول: تطور أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والجهود المبذولة لمواجهتها

تسببت جملة من العوامل في حدوث أزمة جنوب شرق آسيا 1997 التي ضربت أسرع الاقتصادات نمواً خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، حيث تسارعت الأحداث مباشرة غداة انفجار الأزمة لتلحق خسائر فادحة كادت أن تتسبب في انهيار كلي لاقتصادات المنطقة، الأمر الذي استدعى تكثيف الجهود المحلية والدولية لإنقاذ اقتصادات المنطقة وتهدئة المخاوف في مناطق أخرى تأثرت بتبعات الأزمة. فيما يلي، سنحاول تسليط الضوء على تطور أزمة جنوب شرق آسيا، ابتداء من تفجر الأزمة في سنة 1997 إلى غاية نهاية سنة 1998 إضافة إلى الجهود المحلية والدولية المبذولة لكبح انتشار الأزمة ومعالجة تبعاتها.

الفرع الأول: تطور أزمة جنوب شرق آسيا 1997

فيما يلي، سنحاول التعمق في دراسة أزمة جنوب شرق آسيا 1997 من خلال تعقب تطور الأزمة ابتداء من سنة 1997 إلى غاية سنة 1998، وهما السنتين التي عرفت فيهما الأزمة أهم الأحداث والتطورات.

أولاً: تطورات الأزمة خلال سنة 1997

1- انفجار الأزمة: حظيت تجربة النمو الآسيوية بإعجاب وإشادة واهتمام غير مسبوق، دفعت دول أخرى كثيرة إلى تسليط الضوء عليها لغرض الاستفادة ومنها أو محاكاتها. جاءت توقعات صندوق النقد الدولي جد متفائلة فيما يخص آفاق النمو في منطقة جنوب شرق آسيا، فأوضح في تقريره عن الوضع الاقتصادي العالمي في أكتوبر 1997 بأنه من المتوقع أن يصل نمو اقتصاد كوريا الجنوبية إلى 6% وهو معدل يفوق المتوسط العالمي

(4,5%) آنذاك، وأرجع ذلك إلى الفائض المسجل في ميزانها التجاري.¹ قبل ذلك، وفي خضم نشوة التفاؤل توقع الصندوق في تقريره في أبريل 1997 الصادر قبل انفجار الأزمة بشهرين أن تقود منطقة جنوب شرق آسيا عموماً النمو العالمي، إلا أنه لم يكذب سوى شهرين حتى فوجئ العالم بتفجر أزمة حادة لا نهاية متوقعة لها بدأت باهتزاز العملة التايوانية في جوان 1997 أمام الدولار الأمريكي، أشعلت معها مضاربات عنيفة على باقي عملات المنطقة أنهت فترة طويلة من الاستقرار والازدهار. تجلّى أثر العدوى بوضوح في أزمة جنوب شرق آسيا مع تحول أزمة العملات التي نشبت في منتصف 1997 إلى أزمة أسواق مالية ثم أزمة مالية فأزمة اقتصادية شاملة بعد تراجع حاد في الأنشطة الاقتصادية في المنطقة، أنهت ما كان يطلق عليه "المعجزة الآسيوية".²

بدأت بوادر أزمة جنوب شرق آسيا مع إفلاس أحد أهم شركات الشايبول في كوريا الجنوبية، وهو المجمع الصناعي الكوري "هانيوستيل" في 23 جانفي 1997 بعد أن وصلت ديونه إلى أكثر من 6 مليار دولار أمريكي، حيث عصفت هذا الإفلاس بالثقة في اقتصادات المنطقة، تفاعل معه السوق المالي الكوري الذي انخفض مؤشره من 981 نقطة في أبريل 1996 إلى 677 نقطة في نهاية مارس 1997 ثم 471 نقطة في نهاية أكتوبر 1997 وحتى قبل تفجر أزمة العملات.³ عرفت المؤشرات الاقتصادية في كوريا الجنوبية في الفترة 1995-1996 تدهوراً، حيث ارتفع عجز الحساب الجاري بمدة إلى 4,8% من الناتج المحلي في سنة 1996، ما أدى إلى تراكم غير مسبوق للمديونية الخارجية قصيرة الأجل تزامناً مع تراجع حاد في الصادرات، كما تراجعت ربحية أكبر شركات الشايبول الرائدة. نتيجة لتلك الظروف السيئة، استجاب السوق المالي الكوري الجنوبي بتسجيل انخفاض حاد في أسعار الأسهم بنسبة 36% في الفترة 1995-1996، حيث كانت الأزمة قد دخلت مرحلة التطور والانتشار.

غير أن الإرهاصات الأولى للأزمة (مرحلة الإنذار المبكر) قد ظهرت قبل تفجر الأزمة بعدة أشهر حين بدأت بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية الهامة بالتراجع، فمع حلول منتصف 1995 تحولت البيئة الدولية إلى غير صالح اقتصادات المنطقة مع تسجيل أسواق الصرف تراجع قيمة الين لصالح الدولار، أدت إلى ارتفاع القيمة الحقيقية لعملات دول المنطقة. على سبيل المثال، ارتفعت القيمة الحقيقية للبايت التايواني بنسبة 17% بين أبريل 1995 وجوان 1997، أما الون الكوري فقد ارتفع بنسبة 5% في الفترة بين بداية 1995 وأوت 1997 بينما ارتفعت القيمة الحقيقية للروبية الإندونيسية بنسبة 17% بين أبريل 1995 وأفريل 1997. وعليه

¹ International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 1997, pp. 01-14.

² Nadeem UI Haque, op. cit, p 05.

³ Anne O.Krueger & Jungho Yoo, op. cit, p 613.

فقدت اقتصادات المنطقة مصدر قوتها والمتمثل في تنافسيتها الخارجية، وأضحت الصادرات تواجه صعوبات في الأسواق الآسيوية التي هيمنت عليها لفترة طويلة.

نظرا للأهمية الإستراتيجية للصادرات باعتبارها محرك النمو في المنطقة، كان نتائج التباطؤ فيها وخيما على دول المنطقة. فبالنسبة لتايلاند مهد الأزمة، تزامن ارتفاع عجز الحساب الجاري بعد تباطؤ النشاط الاقتصادي (من 5,7% من الناتج المحلي في سنة 1993 إلى 8,4 و 8,5% في سنة 1995 ونهاية سنة 1996 على التوالي) مع تداعي المؤشرات الاقتصادية الكلية، أهمها: عجز خارجي كبير وتفاقم المديونية الخارجية قصيرة الأجل وتباطؤ تدفقات رؤوس الأموال وضعف الشركات المحلية والمؤسسات المالية، فدفع ذلك إلى إطلاق تحذيرات من المحللين والمراقبين بضرورة فك الارتباط بالدولار وتخفيض قيمة الباهت المبالغه ورفع أسعار الفائدة. رغم من ذلك، رفضت الحكومة التايلاندية تلك المطالبات واستمرت في تثبيت سعر صرف الباهت في مواجهة الدولار.¹ في ظل تلك الظروف، وبعد تقييم اقتصادي سلبي للمؤشرات التي كشفت عن المغالاة في سعر الصرف، أطلقت في ربيع 1997 حملة مضاربات أجنبية عدوانية على الباهت التايلاندي قادتها صناديق استثمار برأس مال مخاطر، تبعتها مجموعة كبيرة من المستثمرين الدوليين والمحليين. اتخذت المضاربات مراكز بائع يبيعها بعض العقود الآجلة طويلة الأجل في فيفري 1997، فكان الجزء الأكبر من المبيعات لبنك تايلاند تم في ماي حين بدأت ضغوط المضاربة على الباهت بالتزايد، طرحت معها تايلاند بعض الضوابط على رأس المال للحد من المضاربات ضد عملتها.² بعد دخول الأزمة مرحلة التثبيت، وأمام الضغوطات الكبيرة الممارسة على الباهت أجبرت السلطات التايلاندية على التدخل المكثف في أسواق الصرف الذي استنزف نصيب هام من احتياطاتها الدولية، وبذلك كانت أزمة جنوب شرق آسيا قد دخلت مرحلة المعالجة وإيجاد الحلول.

اشتدت حملة المضاربات ضد الباهت خلال الفترة الممتدة من ماي إلى جويلية 1997، ما استدعى من السلطات النقدية في تايلاند تكثيف حضورها في أسواق الصرف الحاضرة والآجلة. مع تأزم الأوضاع وقرب نضوب الاحتياطيات الأجنبية، أجبر البنك المركزي التايلاندي بعد محاولات كثيرة على تعويم الباهت في 2 جويلية،³ ترتب عليها مباشرة في اليوم التالي انخفاض قيمة الباهت بنسبة 20%.⁴ إضافة إلى مشاكل الباهت بدأت شركات التمويل وشركات التأمين التايلاندية في شهري جوان وجويلية بالانهيار، انتشر عدوها إلى الفلبين

¹ Nadeem UI Haque, op. cit, p 05.

² Giancarlo Corsetti & Others, The Role of Large Players in Currency Crises, op. cit, pp. 243-246.

³ Nadeem UI Haque, op. cit, p 05.

⁴ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص18.

وإندونيسيا ما دفعها إلى طلب المساعدة التقنية من صندوق النقد الدولي الذي استجاب لمطالبات تلك الدول بتقديم مساعدته التقنية والمالية.¹

في إندونيسيا، ورغم زيادة معدل النمو في سنة 1995، إلا أن معدل التضخم استمر في تسجيل معدلات مرتفعة في حين تراجع أداء الميزان التجاري، وكان رد الحكومة في البداية محتشما للغاية لا يرقى إلى خطورة الأزمة من خلال إتباع سياسة مالية ونقدية انكماشية بعض الشيء، حيث رفع البنك المركزي أسعار الفائدة طوال سنة 1995 وزاد الاحتياطات الإلزامية على البنوك التجارية من 2 إلى 3% في جانفي 1996. في سبتمبر 1996، أعلن عن زيادة الاحتياطات الإلزامية إلى 5% في أبريل 1997 تزامنا مع تكثيف جهوده لتخفيف من توسع الائتمان البنكي. كباقي دول المنطقة، حاول البنك المركزي الإندونيسي إعادة التوازن من خلال إبطاء الطلب المحلي، ولكنه تردد في رفع أسعار الفائدة. في إطار جهوده لتخفيف انعكاسات سياساته النقدية الانكماشية على تدفق رؤوس الأموال إلى الدولة، وسع البنك من هامش تقلب العملة من 2 إلى 3 ثم 5% في جوان 1996 و8% في سبتمبر 1996.

إضافة إلى تايلاند وإندونيسيا، توسع العجز الجاري في ماليزيا إلى 8,5% من الناتج المحلي لسنة 1995، عجزت عن تغطيته الاستثمارات الأجنبية المباشرة المتدفقة. في سبيل كبح نمو العرض النقدي بعد ارتفاع الإنفاق الحكومي على البنى التحتية، قام البنك المركزي الماليزي بفرض إجراءات تقييدية؛ كتكثيف الرقابة الإدارية على القروض الاستهلاكية على شراء السيارات والمنازل في أكتوبر 1995 وتشديد الاحتياطات الإلزامية على البنوك الماليزية. على غرار إندونيسيا، حاول البنك المركزي الماليزي استغلال أي ضعف في العملة المحلية لرفع سعر الفائدة، مع تفادي إدخال قيود على الحسابات بالعملة المحلية وأدوات الدين قصيرة الأجل المملوكة لغير المقيمين. مع نهاية 1996، ورغم ارتفاع الاستثمار العام، إلا أن النمو الاقتصادي عرف تباطؤا من 8,2 إلى 8% بالتزامن مع انكماش النشاط التصديري من 9,2% في سنة 1995 إلى 7,3% في سنة 1996. رغم تلك المؤشرات الضعيفة، إلا أن الشعور السائد في السوق من جانب مديري الصناديق الأجنبية كان يصب في صالح ماليزيا، حيث اعتبرت أسعار الفائدة الماليزية جذابة ما أسهم في ارتفاع صافي تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل في سنة 1996، كما استمر الإقراض البنكي بالارتفاع إلى نسبة 27,6% مع اتجاه أغلب البنوك لتمويل شراء

¹ Mark Beeson & Andrew Rosser, The East Asian Economic Crisis : A Brief Overview of the Facts and the Future, Asia Research Centre, National Library of Australia, Working Paper N°86, June 1998, pp. 01, 02.

الأسهم بدلا من قطاع التصنيع، وقد أدى ارتفاع الإقراض إلى ارتفاع أسعار العقارات في أغلب المدن الماليزية بنسبة 25%.

بالنسبة للفلبين، فقد كانت أفضل حالا من باقي دول الأزمة، حيث ظلت الظروف الاقتصادية صلبة بعد الإصلاحات الكلية والهيكلية التي تمت تحت إشراف صندوق النقد الدولي والتي وضعت اقتصادها على سكة النمو المستدام، فسجلت الميزانية العامة فائضا وكانت القروض الرديئة في مستويات دنيا (3,4% في نهاية 1996). مع ذلك، كان عجز الحساب الجاري كبيرا رفع بشكل ملحوظ من قيمة العملة بالقيمة الحقيقية، وقد أشعلت ثورة الإقراض إلى القطاع الخاص الاستثمار في مشاريع خطيرة وزادت حدة المضاربات في قطاع العقارات.¹

2- تطورات الأزمة في النصف الثاني من سنة 1997: يعتبر التحرير المالي واعتماد سعر صرف غير مرن عوامل هامة ساهمت في استفحال حدة ظاهرة العدوى المالية في منطقة جنوب شرق آسيا، فبمجرد تعرض الباهت إلى مضاربات (أزمة عملة) ارتفعت احتمالات هجمات مضاربات على عملات دول أخرى.² دفع انهيار الباهت التايلاندي أصحاب رؤوس الأموال الأجنبية في منطقة الأزمة الآسيوية إلى تصفية استثماراتهم والانسحاب من المنطقة بعد الكشف عن الحجم الكبير لعجز الموازين التجارية لدول الأزمة، ما أدى إلى ارتفاع الضغوط على عملات المنطقة. بعد محاولات الدفاع عن البيزو الفلبيني من هجمة مضاربات استهدفته، وسعت السلطات النقدية في الفلبين في 11 جويلية نطاق تغير سعر صرف البيزو، تبعتها في ذلك إندونيسيا التي وسعت هامش تغير سعر صرف الروبية من 8 إلى 12% قبل أن تعلن عن تعويمها في 14 أوت³ بعد انخفاض مفاجئ في سعر صرف الباهت بنسبة 20% من 2,400 في جويلية إلى 3,035 للدولار في أوت، واستمر انخفاض قيمة الروبية مقابل الدولار (باستثناء نوفمبر) والين طوال الفترة المتبقية من سنة 1997.⁴ في 14 جويلية، بدأت الضغوط على الينجيت الماليزي بالتصاعد ترتب عنها انخفاضات طالت سعر صرف الينجيت، دفعت البنك المركزي الماليزي إلى

¹ Giancarlo Corsetti & Others, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, op. cit, pp. 40-43.

² نادية العقون، أزمة الرهن العقاري: عداها وآليات انتقالها، المرجع السابق، ص 97.

³ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 29.

⁴ James A. Levinsohn & Others, Impacts of Indonesian Economic Crisis-Price Changes and the Poor, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2003, pp. 394, 395.

الإعلان عن تعويم الرينجيت.¹ خلال الأيام التالية، استمرت هجمات المضاربة على عملات المنطقة سجلت على أثرها انخفاضات قياسية ومنتالية، رفعت من الضغوط على السلطات النقدية التي تدخلت لدعم العملات. خلال شهر أكتوبر، انتقلت العدوى إلى الأسواق المالية في الولايات المتحدة وأمريكا اللاتينية التي سجلت مؤشرات الرئيسية انخفاضات، إضافة إلى روسيا التي رفعت من سعر الفائدة ووسعت من نطاق تدخلاتها لدعم الروبل. دفع ضعف الملاءة بالسلطات النقدية في إندونيسيا وتايلاند في الفاتح من نوفمبر و8 ديسمبر إلى إغلاق 12 بنك و56 شركة مالية على التوالي، تلاها في 20 نوفمبر قيام كوريا الجنوبية بتوسيع النطاق المسموح للوون الكوري بالتحرك فيه من +2,25 إلى +10%، لتعلن في 16 ديسمبر عن تعويمه بعد سلسلة من الانخفاضات الحادة التي طالته.² كذلك، سجلت أسعار البورصة الكورية في نوفمبر انهياراً أثار معه أزمات مديونية وثقة في النظام المالي والاقتصاد في كوريا الجنوبية، أجبرت معها في 21 نوفمبر على طلب مساعدة صندوق النقد الدولي.³

دفعت تطورات الأزمة في المنطقة وكالة "ستاندر أند بورز" للتصنيف الائتماني في 22 ديسمبر إلى تخفيض تصنيف كوريا الجنوبية من AA إلى B⁺، بينما أعادت وكالة "موديز" في 21 ديسمبر النظر في تصنيف كل من تايلاند وكوريا الجنوبية من A2 و A1 على التوالي إلى Ba1.⁴ مع حلول شهر ديسمبر، كان سعر الصرف الاسمي للباهت قد فقد 40% من قيمته مقارنة بمستواه في جويلية 1997، كما فقدت الروبية والوون 50 و40% من قيمتهما على التوالي.⁵

ثانيا: التطورات خلال سنة 1998

1- تطورات النصف الأول من سنة 1998: شهد يوم 12 جانفي من سنة 1998 انهيار أكبر البنوك الاستثمارية في هونغ كونغ بعد تفاقم ديونه المتعثرة المستحقة على إندونيسيين، حيث استجابت مباشرة أسواق المال في هونغ كونغ وسنغافورة وانهارت الأسهم فيها. مع حلول شهر أبريل، تفاقمت الأزمة مع تسجيل أسعار الأسهم في بورصات آسيا تراجعاً تزامناً مع استمرار موجات البيع، حيث تجاوزت مع الأزمة بورصة وول ستريت بعد الكشف عن استمرار تسجيل خسائر فادحة لحقت بالاقتصاد الياباني الذي يعتبر أكبر اقتصادات

¹ Giancarlo Corsetti & Others, the Role of Large Players in Currency Crises, op. cit, pp. 249, 250.

² عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص29.

³ Mark Beeson & Andrew Rosser, op. cit, pp. 01, 02.

⁴ مداني احمد، المرجع السابق، ص58.

⁵ Nadeem UI Haque, op. cit, p 02.

المنطقة، ما أدى إلى انخفاض مؤشر نيكاي في 3 أبريل بنسبة 1,2% وتراجع الثقة في الاقتصادات الآسيوية المتضررة. في 16 أبريل، وبعد إعلان أكبر شركة قابضة في ماليزيا المالكة لأكبر شركة مالية في البلد عن تحقيق أول خسارة، تراجعت أسواق ماليزيا وسنغافورة بحدة وانهارت بورصة سيول في نفس اليوم بعد إضراب 14 ألف عامل من شركة "كيا" احتجاجا على تماطل الحكومة في إعلان موقفها من مسألة تملك الشركة، وقد تراجع مؤشر الأسعار بنسبة 3% وارتفع سعر الصرف الين إلى 132 للدولار.¹ نتيجة لاستمرار الأحداث السلبية، خفضت كل من وكالتي "ستاندر أند بورز" و"موديز" تصنيفها الائتماني لإندونيسيا من BBB وBaa3 إلى B وB3 في 11 و20 مارس على التوالي.²

خلال سنة 1998، تعقدت الأوضاع أكثر بالنسبة لإندونيسيا، ففي 8 جانفي، والتي يشار إليها أحيانا بالثلاثاء الأسود، بدأت الروبية بالسقوط الحر فوصل سعر صرفها في جانفي إلى 16,000 روبية للدولار.³ استمرت معاناة الروبية التي وصل سعر صرفها في 8 ماي إلى 9150 روبية للدولار ثم 10000 روبية للدولار في 12 ماي، وتزايدت اضطرابات بورصة جاكرتا التي انخفض مؤشرها في 13 ماي بنسبة 8% وتوقف العمل في أسواق المال وأسواق السلع في إندونيسيا ووصل سعر الروبية في 19 ماي إلى 12000 روبية للدولار.⁴ في 21 ماي، وتحت وطأة الضغوط المالية والسياسية، استقال "سوهارتو"، حيث تم تداول الروبية عند 11000 للدولار أعقبها إعلان بنك إندونيسيا عن أكبر سعر شهري للروبية مقابل الدولار في جوان بقيمة 14900 روبية للدولار، كما ارتفع سعر الصرف مقابل الين إلى 10583، وبعدها بدأت الروبية بالتعافي تدريجيا إلى أن استقرت عند 8025 و7000 مقابل الدولار والين على التوالي في ديسمبر بعد جملة من التذبذبات، غير أن التضخم قد استمر بالارتفاع.⁵

بعد هذه الأحداث، انتشر عدوى اضطرابات إندونيسيا إلى بورصات آسيا والباسفيك مع ارتفاع التوقعات بتفاقم الأزمة، فانخفضت مؤشرات الأسهم في بورصات روسيا والبرازيل والمكسيك والأرجنتين في 18 ماي بنسب 12، 4، 6، 3، و4,7% على التوالي. أطلت استمرار التوترات في آسيا من تدهور أسعار صرف العملات الآسيوية ومؤشرات أسواقها المالية، فوصل سعر صرف الين الياباني إلى 143,5 ثم 144,75 ين

¹ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص33.

² مداني أحمد، المرجع السابق، ص58.

³ James A. Levinsohn & Others, op. cit, pp. 395, 396.

⁴ عمرو محي الدين، المرجع اعلاه، ص33.

⁵ James A. Levinsohn & Others, op. cit, p 396.

للدولار في 11 و12 جوان على التوالي، وهو يكاد يكون أدنى قيمة للين منذ 8 سنوات. انتشرت انعكاسات أزمة الأسواق الآسيوية مجددا إلى بورصة نيويورك، مع تراجع مؤشر داو جونز في 11 جوان بنسبة 1,8%. تعمقت الأزمة في اليابان في 17 جوان بعد تراجع أسعار أسهم بنك الإقراض طويل الأجل (LTCB) بنسبة 45% نتيجة ارتفاع موجة بيع الأسهم بعد انتشار إشاعات عن تدهور أوضاعه المالية واحتمال اندماجه في بنك آخر، وقد انعكست تلك التطورات على الين الذي ارتفع سعر صرفه، حيث تدخل هذه المرة الفدرالي الأمريكي للدفاع عنه ما خفض من سعر صرف الين إلى 137 ين للدولار.¹

2- تطورات النصف الثاني من سنة 1998: نتيجة للأزمة المتفشية في الاقتصادات الآسيوية الناشئة تضاعفت الفروق بين أسعار الفائدة على سندات الخزانة الأمريكية وسندات حكومات الدول الناشئة إلى 17% وذلك في 10 سبتمبر، وهو اليوم الذي سجلت فيه مؤشرات الأسواق العالمية أدنى انخفاض لها خلال السنة² متأثرة بانخفاض التصنيف الائتماني لبعض الدول الناشئة؛ كماليزيا التي تراجع تصنيفها في منتصف شهر سبتمبر من A⁺ إلى BBB بالنسبة لوكالة "ستاندر أند بورز" ومن A1 إلى Baa2 بالنسبة ل"موديز"،³ وكوريا الجنوبية التي خفضت وكالة "ستاندر أند بورز" تصنيفها للسندات السيادية الكورية بعد تضاعف القروض المتعثرة في البنوك الكورية بين نهاية 1996 والربع الرابع لسنة 1998 ناهزت 7,5% من إجمالي القروض بسبب إفلاس ستة من الشايبول وانخفاض حاد في البورصة الكورية. دفعت الأحداث المقرضين إلى رفض تجديد الديون قصيرة الأجل إضافة إلى تراجع الاحتياطات، وتسارع وتيرة نفاذ القابلة للاستخدام منها من 22,5 مليار دولار في 31 أكتوبر إلى 13 مليار دولار في 21 نوفمبر ثم 6 مليار دولار في 2 ديسمبر.⁴

علاوة على تدهور الأسواق المالية، كشف شهر سبتمبر عن اتساع الأزمة إلى قطاعات غير مالية مع إعلان شركة الاتصالات "ألكاتيل" (ALCATEL) وشركة "شل" (SHELL) و"فليبس" (Philips) وشركات أخرى عن توقعاتها بتدهور أرباحها جراء تفاقم الأزمة في الأسواق الناشئة. في 23 سبتمبر، دعا الفدرالي الاحتياطي 14 بنكا وبيت سمسة من الولايات المتحدة وأوروبا إلى اجتماع طارئ للتباحث حول تنظيم برنامج بقيمة 3,6 مليار دولار لإنقاذ صندوق التحوط المعروف ب"لونغ تيرم كابيتال مانجمنت"⁵ (LTCM)، وذلك

¹ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص33.

² المرجع اعلاه، ص39.

³ مداني أحمد، المرجع السابق، ص58.

⁴ Anne O.Krueger & Jungho Yoo, op. cit, pp. 613, 614.

⁵ بلغ رأس مال صندوق "لونغ تيرم كابيتال مانجمنت" حوالي 2,3 مليار دولار، فيما بلغت قيمة أصوله 200 مليار دولار.

دعرا للمخاطر التي يشكّلها إفلاس هذا الصندوق على المنظومة البنكية في الولايات المتحدة وأوروبا، علما أن كثير من البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية قد قامت بإقراض هذا الصندوق. وعليه، أعلن بنك "الاتحاد السويسري" (UBS) عن شطبه 683 مليون دولار من استثماراته في الصندوق، فيما أعلن بنك "كريدي سويس" (Credit Suisse) عن تسجيل خسارة بقيمة 55 مليون دولار من استثماراته في الصندوق، إضافة إلى بنك ألمانية وبريطانية. في 5 أكتوبر، أعلنت مجموعة من البنوك اليابانية عن تفاقم مشكلة الديون المتعثرة لديها تلاها في اليوم الموالي إعلان إحدى أكبر الشركات الاستثمارية (GITIC) عن توقفها عن دفع فوائدها البالغة 8,75 مليون دولار المتعلقة بسندات دولية أصدرتها والمقدرة بقيمة 200 مليون دولار. في منتصف شهر أكتوبر أعلن "بنك أوف أمريكا" عن رصد مخصصات بقيمة 1,4 مليار دولار لمواجهة الخسائر في الربع الثالث،¹ وخلال الأشهر التالية استمر التصنيف الائتماني لدول منطقة الأزمة الآسيوية في التدهور، فقامت نفس الوكالة بتعديل تصنيفها لتايلاند في 8 ديسمبر من A إلى BBB، الأمر الذي صعب من مهمة الدول في الحصول على التمويل لتنفيذ برامج الإصلاح ومواجهة الأزمة.²

الفرع الثاني: الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة

مع ارتفاع حدة المضاربات على العملات المحلية واتساع القطاعات المتضررة، كانت الأزمة الآسيوية قد دخلت مرحلة التثبيت استدعت من الدول المتأزمة المبادرة السريعة بإجراءات من شأنها كبح تلك المضاربات ووقف تمدد الأزمة من العملات إلى القطاع المالي ومن ثم القطاع الحقيقي. مع تدخل دول جنوب شرق آسيا بحزم إجراءات هامة، تكون الأزمة الآسيوية قد دخلت المرحلة الأخيرة، غير أن الإجراءات المحلية المتخذة لم تكفل بالنجاح، حيث كلفت دول الأزمة الآسيوية نزيف جزء هام من احتياطياتها الأجنبية أوقعها في أزمة سيولة، تدهور في تصنيفها الائتماني، هروب جماعي وسريع لرؤوس الأموال الأجنبية، وارتفاع في حدة المضاربات، فأصبح شبح الإفلاس يواجه دول جنوب شرق آسيا ما اضطرها إلى طلب المساعدة من المؤسسات المالية الدولية.

أولا: الجهود المحلية: إن توسع الأزمة الآسيوية وتطورها إلى أزمة اقتصادية حادة، دفعت دول جنوب شرق آسيا المتأزمة إلى إطلاق مبادرات على عدة جبهات، فقد تطلب الدفاع عن العملات المحلية وتفاذي التداعيات السلبية لانخفاض قيمتها على ميزانيات البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وشركات القطاع الحقيقي

¹ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 40.

² مداني أحمد، المرجع السابق، ص 58.

المحلية للحوء إلى رفع كبير لأسعار الفائدة. بعد رفع سعر الفائدة، اتجهت السلطات إلى الاعتماد على السياسات التي تستهدف مباشرة البنوك، فقدمت البنوك المركزية في منطقة جنوب شرق آسيا السيولة للمؤسسات المالية نظرا لعدم امتلاك دول الأزمة لآلية للتأمين على الودائع البنكية عند اندلاع الأزمة. مع زيادة حدة الأزمة والعجز عن تقديم المزيد من الضمانات لاستعادة الثقة، أجبرت دول الأزمة على تقديم ضمانات شاملة لجميع المودعين وأغلب الدائنين، بيد أن تلك الضمانات لم توفق في كبح تدفق رأس المال إلى الخارج بسبب انتشار عدم اليقين لدى المستثمرين والدائنين بشأن قدرة الحكومات على الوفاء بتلك الضمانات، خاصة بعد استنزاف الاحتياطات الأجنبية.¹

أ- الجهود التايلاندية: يعتبر الباهت التايلاندي أول العملات تعرضا للأزمة، ولذلك كانت تايلاند أول من تحرك لمواجهة المضاربات ووقف انهيار الباهت، فتدخلت السلطات النقدية فيها في منتصف شهر ماي 1997 بالتنسيق مع سنغافورة للدفاع عن الباهت. بعد فشل التدخلات في الأسواق العاجلة والآجلة، حاولت السلطات النقدية في تايلاند فرض رقابة صارمة على الصرف الأجنبي من خلال فرض رقابة محدودة على رأس المال، إضافة إلى رفع أسعار الفائدة ليوم واحد بنسب تراوحت بين 1,75 و13% في مسعى منها لوقف نزيف الاحتياطات الأجنبية ووقف خروج رؤوس الأموال منها. إلا أن تلك الإجراءات لم تنجح في تغيير موقف المستثمرين الأجانب والمحليين الذين سارع الكثير منهم إلى تحويل أموالهم إلى الخارج، خاصة بعد إغلاق 16 شركة مالية بما فيها أكبر شركة مالية "فايننس ون" (Finance One) وذلك في 27 جوان،² حيث تلقت في الربع الأول من السنة دعم رسمي من صندوق تنمية المؤسسات المالية بقرض قيمته 8 مليار دولار. بعد عجز الشركة التايلاندية (Somprasong) في فيفري 1997 عن الوفاء بمديونيتها الخارجية، أعلنت الحكومة عن نيتها شراء 3,9 مليار دولار من ديون الملكية السيئة من المؤسسات المالية، غير أن الدعم المالي المقدم لشركة "فاينانس ون" لم يفلح في انتشالها من شبح الإفلاس بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وتباطؤ النشاط الاقتصادي التي ضاعفت من قيمة القروض عديمة الأداء.

في 23 ماي 1997، حاولت الحكومة التايلاندية مجددا إنقاذ المؤسسة من خلال دمجها في مؤسسة مالية أخرى، ولكن الخطوة فشلت بسبب وضع الإفلاس الفعلي الذي كانت عليه المؤسسة، ما استدعى تدخل البنك

¹ Olivier Jeanne & Charles Wypolsz, op. cit, pp. 96-97.

² عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 27.

المركزي من خلال صندوق تنمية المؤسسات المالية الذي قدم وعودا بشراء أسهم في المؤسسة، ولكن كل التعهدات العامة لإنقاذ المؤسسات المالية المتأزمة قد تم إلغاؤها بعد مرور شهر.

في 25 جوان 1997، ورغم بلوغ الاحتياطات الأجنبية مستويات جد متدنية، إلا أن التدخلات استمرت في السوق الآجل للدفاع عن العملة، تلاها في 2 جويلية تعويم العملة بعد أن تجاوزت تكاليف التدخلات الإمكانيات المتوفرة، ما أدى إلى خسارة الباهت لربع قيمته في جويلية ثم 34% في أوت. بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي، أغلقت 48 شركة تمويل مفلسة ضاعف من متاعبها انخفاض قيمة العملة.¹ في جوان 1999، كانت السيولة التي قدمت للمؤسسات المالية قد بلغت 22,5% من الناتج المحلي للدولة.²

ب- جهود كوريا الجنوبية: بدأت مشاكل كوريا الجنوبية مع الأزمة في أوائل سنة 1997 مع إفلاس أكبر شركات الشايبول، فقد تزامن ذلك مع توسع العجز الجاري وانكماش الصادرات وتراجع نمو الإنتاج الصناعي، وانتقل مسلسل الإفلاس إلى النظام البنكي، وخاصة البنوك التجارية التي قامت بالاقتراض المكثف من الخارج لإقراض هذه الشركات.³ حاولت الحكومة الكورية الجنوبية في بادئ الأمر معالجة الأزمة بعيدا عن التدخلات الخارجية التي من شأنها أن تفرض قيودا على الاقتصاد عن طريق تطبيق جملة من الإصلاحات، غير أن الضمانات الحكومية للديون الأجنبية لم تكن كافية لإقناع الدائنين الأجانب قصيري الأجل بتمديد خطوط اعتماداتهم، وأعقب ذلك جهود للتنسيق مع الدائنين وتم حلها بإعادة هيكلة طوعية للديون.⁴ قدرت التكاليف المالية للإصلاحات بنسبة 6% من الناتج المحلي لكوريا الجنوبية مولت من مداخيل سك العملات (5,2 مليار دولار)، كما تم تخفيض قيمة الدين بإصدار سندات حكومية بآجال استحقاق بين سنة وثلاث وخمس سنوات وسندات استقرار مالي تستحق بين 14 يوم و18 شهرا (13,7 مليار دولار) إضافة إلى إصلاحات مالية (34,4 مليار دولار).⁵

ت- الجهود الفلبينية: في سبيل مواجهة حملة مضاربة وبعث الطمأنينة لدى المستثمرين تجنبا لهجرة رؤوس الأموال من البلد، قام البنك المركزي الفلبيني في 15 ماي 1997 برفع سعر الفائدة ليوم

¹ Giancarlo Corsetti & Others, The Role of Large Players in Currency Crises, op. cit, pp. 43-45.

² Olivier Jeanne & Charles Wypolsz, op. cit, p 94.

³ Giancarlo Corsetti & Others, The Role of Large Players in Currency Crises, op. cit, pp. 45, 46.

⁴ Olivier Jeanne & Charles Wypolsz, op. cit, p 94.

⁵ A.Craig Burnside & Others, op. cit, pp. 209-212.

واحد بنسب تراوحت من 1,75 إلى 13%¹. في هذا السياق، أكدت الدراسة القياسية لـ "شو وواست" (Cho & West, 2003) باستخدام بيانات أسبوعية أن ارتفاع أسعار الفائدة تسبب في ارتفاع قيمة العملات في كوريا الجنوبية والفلبين، وانخفاض قيمة العملة في تايلاند.²

ث- الجهود الإندونيسية: رغم المشاكل الهيكلية التي عانى منها الاقتصاد الإندونيسي، إلا أن مؤشرات الانتعاش الاقتصادي في إندونيسيا بدأت بالظهور في سنة 1996، دفعت البنك المركزي الإندونيسي في ديسمبر 1996 إلى خفض سعر الفائدة بنسبة 0,5% ثم 0,5% أخرى في مارس 1997 على أمل أن يؤدي ذلك إلى تخفيف نزيف رؤوس الأموال والعبء على الشركات المحلية وإنعاش الصادرات. خلال ذلك، استمرت الشركات الإندونيسية في تكثيف اقتراضها من أسواق رأس المال الدولية، وفي وقت متأخر من 24 ديسمبر أشارت التقارير إلى وصول مديونية الشركات الإندونيسية إلى حوالي 200 مليار دولار.³ بعد انهيار الروبية في جويلية 1997 وخسارة قيمتها بأكثر من 70% أمام الدولار وقيام السلطات بتوسيع نطاق تحرك سعر صرف الروبية من 8 إلى 12% أعقبها في أوت التخلي عن سعر صرف الثابت وتعويم العملة، اجتاحت الدولة موجة من الارتفاعات الحادة في الأسعار والبطالة بعد إغلاق كثير من الشركات الإندونيسية وحدوث حالة من الركود التجاري.⁴

في سبيل إعادة بعث السيولة من جديد في الاقتصاد، أعلن محافظ البنك المركزي في إندونيسيا في 9 فيفري 1998 عن خطة لتأسيس مجلس للعملة لتثبيت سعر صرف الروبية بهدف إعادة الاستقرار التجاري. في 26 فيفري 1998، باشرت الحكومة الإندونيسية مفاوضات مع دائئها لإعادة جدول ديون قطاعها الخاص بالعملات الأجنبية والبالغة 70 مليار دولار،⁵ وخلال الفترة الممتدة من جوان 1996 إلى جوان 1997 كان ما يعادل 31,9% من الناتج المحلي قد تم ضخه في المؤسسات المالية.⁶ لكبح جماح التضخم والدفاع عن الروبية المتهاوية، رفعت الحكومة الإندونيسية في 23 مارس 1998 سعر الفائدة بشكل حاد بما يتوافق مع اشتراطات صندوق النقد الدولي، وقد أسفر رفع سعر الفائدة عن انتعاش الروبية. بعد شهر من الرفع الأول، أقدمت الحكومة

¹ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 27.

² Dongchul Cho & Kenneth D. West, Interest Rates and Exchange Rates in the Korean, Philippine, and Thai Exchange Rate Crises, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2003, p 27.

³ Giancarlo Corsetti & Others, The Role of Large Players in Currency Crises, op. cit, pp. 47.

⁴ بنيت الميزانية على توقعات 1998 يكون فيها معدل النمو 0% ومعدل التضخم 20%، أما سعر الصرف الروبية فيكون 5000 للدولار الواحد.

⁵ آمال عبد الرحمان زيدان قاسم، المرجع السابق، ص 216.

⁶ Olivier Jeanne & Charles Wypolsz, op. cit, p 94.

الاندونيسية على رفع ثاني لأسعار الفائدة لإنعاش سعر صرف الروبية إلى 6000 روبية للدولار والتحكم بالتضخم المتفشي. في 29 ماي 1998، أعلنت الحكومة عن حزمة من الإجراءات والسياسات تهدف إلى إعادة هيكلة الاقتصاد والقضاء على الاختلالات.

ج- الجهود الماليزية: على خلاف بعض دول الأزمة، كان مصدر المتاعب المالية في ماليزيا هو قطاع العقارات، حيث لوحظ تأخر البنك المركزي الماليزي في التدخل لمواجهة المضاربات في قطاع العقار والإقراض لشراء الأسهم، فلم يباشر تدخلاته إلا في مارس 1997 حين أعلن عن تسقيف الإقراض إلى قطاع الممتلكات وشراء الأسهم، فقد أدى قرار التسقيف إلى انهيار مؤشر السوق المالي (KLCI Stock Exchange Index) دفع مسيري الصناديق الأمريكية إلى التخلص من الأسهم الماليزية. خلال أسبوع، تراجع المؤشر بنسبة 6,6 ثم 17,2% عن الذروة في 25 فيفري 1997، بحلول 15 ماي 1997، ومع تعرض الباهت التايلاندي للهجوم تراجع المؤشر إلى أدنى مستوى خلال 16 شهر، وفي جويلية 1997 تراجعت قيمة الرينجيت بنسبة 4% تبعها انخفاض آخر بنسبة 17% في أوت.¹

فضلت ماليزيا مسارا مختلفا عن دول الأزمة الآسيوية بأن تواجه مشاكلها بشكل مستقل بعيدا عن مساعدة وتدخل المؤسسات النقدية الدولية، خاصة وأن مديونيتها قصيرة الأجل كانت أقل بقليل من احتياطياتها الأجنبية ما جعلها أقل حاجة لتدخل أطراف خارجية.² قامت الحكومة الماليزية في الفاتح من شهر سبتمبر 1998 بفرض بعض السياسات التي من شأنها أن تحمي الاقتصاد المحلي وتوقف نزيف رؤوس الأموال وتعيد للعملة قيمتها؛ كتنفيذ حركة رؤوس الأموال، وفرضت قيود على المستثمرين الأجانب وعلى سعر صرف الرينجيت. منع التداول أو إيداع الرينجيت خارج حدود الدولة، مع اشتراط استزجاج كل العملة الماليزية إلى حدود الدولة قبل الأول من أكتوبر.³ لتعويض خسارة المؤسسات المالية لاحتياطياتها واستعادة الثقة فيها، ضخت السلطات الماليزية في تلك المؤسسات خلال سنتين، ابتداء من جوان 1996، ما نسبته 13,8% من ناتجها المحلي الإجمالي.⁴

في البداية، استجابت الحكومة الماليزية لأزمة الباهت التايلاندي وأزمة التوقف المفاجئ في المنطقة، فقامت بتنفيذ سياسة تعديل تقليدية تحاكي برامج صندوق النقد الدولي في أماكن أخرى قوامها رفع أسعار الفائدة للحد

¹ Giancarlo Corsetti & Others, The Role of Large Players in Currency Crises, op.cit, pp.46-47.

² Ethan Kaplan & Dani Rodrik, Did the Malaysian Capital Controls Work? Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2002, p 398.

³ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 27.

⁴ Olivier Jeanne & Charles Wypolsz, op. cit, p 94.

من انخفاض الرينجيت، ثم الإعلان في ديسمبر 1997 عن تخفيض جذري في الإنفاق الحكومي (18%)، غير أن الحزمة التقليدية لم تفلح في دفع الاقتصاد الماليزي إلى الاستجابة، حيث تراجع الاستهلاك والاستثمار نتيجة تدفق رأس المال إلى الخارج، أسعار الفائدة العالية، التوقعات التشاؤمية، وتصاعد الخلافات السياسية حول طريقة إدارة الأزمة بين مؤيد للتدخل في الأسواق وتقييد حركة رأس المال وإنعاش الاقتصاد بتخفيض أسعار الصرف والتوسع في الائتمان، وبين معارض لفرض قيود على رأس المال والالتزام بأسعار صرف مرنة.

فشلت محاولات خفض أسعار الفائدة المحلية في إعادة الاستقرار بسبب ارتفاع المضاربات ضد الرينجيت في الأسواق الخارجية من مؤسسات وصناديق استثمار برأس مال مخاطر، قامت باقتراض الرينجيت بأسعار فائدة عالية ثم باعته على المكشوف لشراء الدولار والمراهنة لصالح انهيار الرينجيت، حيث كانت الأسواق الخارجية تقدم أسعار فائدة عالية لجذب ودائع الرينجيت والتي تعمل بدورها على تمويل البيع على المكشوف للعملة، وبذلك استمر الاقتصاد الماليزي في التدهور. في الفاتح من سبتمبر 1998، قامت السلطات بفرض رقابة شاملة على تعاملات حساب رأس المال، تثبيت سعر صرف الرينجيت عند 3,8 للدولار، خفض أسعار الفائدة، واشترط أن يمر بيع أصول الرينجيت عبر وسطاء محليين مرخصين لإنهاء المضاربة ضد الرينجيت في الأسواق الخارجية تزامنا مع شروع الحكومة في سياسة الإنعاش. لتجنب أن تؤدي تلك الإجراءات التقييدية إلى خروج رأس المال والمزيد من انخفاض قيمة العملة، منعت الحكومة لمدة سنة كل عمليات إعادة الاستثمارات المملوكة للأجانب إلى الدولة تزامنا مع تخفيض الحكومة لأسعار الفائدة لثلاثة أشهر من 9,5 إلى 8% في محاولة لإنعاش الطلب الكلي.

في 15 فيفري 1999، قام البنك المركزي بتغيير اللوائح الخاصة بقيود رأس المال بالتحويل من الحظر الكامل إلى التدرج في ضريبة متدرجة على رأس المال، ثم استبدالها بضريبة على الأرباح على التدفقات المستقبلية. لتجنب الأضرار المترتبة على تدفق الاستثمار في المستقبل وخاصة الاستثمار الأجنبي المباشر، بذلت السلطات قصارى جهدها لضمان عدم تأثير الضوابط على الاستثمار الأجنبي ومعاملات حساب رأس المال، فتم استثناء الاستثمار الأجنبي المباشر من قيود تحويل الأرباح كما أن جميع معاملات العملة الأجنبية لأغراض حساب رأس المال لم تكن مقيدة. في ماي 1999، عادت ماليزيا إلى السوق الدولي بإصدارات من السندات بقيمة مليار دولار، دفعت فيها علاوة قدرها 330 نقطة فوق سعر الخزانة الأمريكية. نجحت الرقابة الفعالة في القضاء على سوق الرينجيت في الخارج والتضييق على نشاط المضاربة ضد الرينجيت على الرغم من تخفيف السياسات النقدية والمالية، كما أنها نجحت في خفض أسعار الفائدة وتحقيق استقرار سعر الصرف والحد من حركة أسعار الفائدة

المالية ليلة واحدة مع أسعار الفائدة الإقليمية، فانعكست الجهود المحلية على الاقتصاد الماليزي الذي بدء بالتعافي في سنة 1999 ومعه الأسواق المالية التي بدأت تعرف استقرارا.¹

ثانيا: الجهود الدولية: بعد فشل الجهود الأحادية مضمية لاحتواء الأزمة استخدمت فيها كل الوسائل المتاحة، اضطرت الدول، باستثناء ماليزيا، بعد فترة وجيزة إلى طلب تدخل صندوق النقد الدولي للتعامل مع الأزمة واستعادة ثقة المستثمرين بإعادة جدولة ديونها المستحقة للبنوك الدولية والخاصة بعد تنامي الفجوة بين المديونية الخارجية قصيرة الأجل والاحتياطات الأجنبية لدى البنوك المركزية، وتنامي مؤشرات الضعف المالي والاقتصادي باستثناء ماليزيا التي امتلكت احتياطات كافية. يظهر الجدول رقم (3-1) أهم المؤشرات المالية التي تشير بوضوح إلى ضعف اقتصادات دول الأزمة.

الجدول رقم (3-1): مؤشرات الضعف في اقتصادات دول جنوب شرق آسيا في سنة 1996

البلد	رسملة السوق المالي/الناتج المحلي الإجمالي	نسبة الدين إلى رأس المال	ائتمان البنك الخاص/الناتج المحلي الإجمالي	الدين الخارجي قصير الأجل/الاحتياطات
إندونيسيا	40	310	55,4	177
كوريا الجنوبية	28,6	518	57,6	193
ماليزيا	310	150	89,8	41
الفلبين	97,3	160	49	80
تايلاند	55	250	100	100

Source : Rudi Dornbusch, Malaysia's Crisis : Was It Different ? Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2002, p 452.

جاءت وصفة الصندوق لعلاج الأزمة الآسيوية المتفشية على لسان مديره العام "ميشال كامديسوس" أبعد من استعادة التوازن الميزانياتي والنقدي الداخلي والخارجي، فقد كان الهدف هو تعزيز صلابة الأنظمة المالية وتحسين الحوكمة والشفافية واستعادة التنافسية الاقتصادية وتحديث البيئة التنظيمية والقانونية.

¹ Ethan Kaplan & Dani Rodrik, op. cit, pp. 394-402.

استجاب الصندوق للأزمة المتفشية في منطقة جنوب شرق آسيا بعد تعقد أزمات العملة في المنطقة إلى أزمات توائم على إثر تدهور ميزانية المؤسسات المالية المصرفية العمومية بسبب ارتفاع أصولها المتعثرة، فأصبحت أصولها بالعملة الأجنبية لا تكفي لتغطية التزاماتها (خصوصها) قصيرة الأجل المقومة بعملات أجنبية، بلغت أوجها في تايلاند مع نهاية 1996 ببلوغ خصوم البنوك فيها ثلث الناتج المحلي فيها. سببت الوضعية الخطيرة ذعرا نتج عنه سحب الدائنون خطوطهم الائتمانية وكذلك المودعين لودائعهم في البنوك المحلية، ف لوحظ ذلك جليا في إندونيسيا مع منتصف 1997 حين كان 154 بنكا يستحوذ على نصف أصول النظام البنكي يواجهه تآكل كبير في قاعدة الودائع، ما تسبب في نزيف الاحتياطات الأجنبية للدولة التي فقدت جزءا هاما بعد قيام المقيمين بتحويل محفظتهم الاستثمارية إلى أصول أجنبية إضافة إلى المضاربات على العملة، فيما كان جزء بسيط منها قد استخدم لتسديد ديون البنوك المحلية. وعليه، بلغ انخفاض الاحتياطات الأجنبية ستة أضعاف حجم الانخفاض في الخصوم الأجنبية للبنوك.¹

لمواجهة الأزمة البنكية المتفشية، فضل الصندوق إتباع نهج "المقرض الأخير كمدخل في السياسة البنكية" الأكثر عملية والذي يتكامل مع الأنظمة المحلية وله دور مؤثر في الرقابة على الأنظمة البنكية المحلية من خلال استخدام موارده المحدودة في دعم شبكات أمان البنوك المحلية؛ كسياسة نافذة لخصم الإقراضية من البنك المركزي التي تسمح للأخير باختيار البنوك ذات الملاءة الفعلية للاستفادة من نافذة الخصم وإقراضها العملات الأجنبية لسداد المودعين فيما تنزك البنوك المعسرة لمصيرها، أو ضمان الحكومات لخصوم البنوك ذات الملاءة المقومة بعملات أجنبية ما يساهم في كبح رغبات المودعين في سحب أموالهم من البنوك الجيدة بدلا من نهج "المقرض الأخير كمدخل في السياسة النقدية" القائم على التدخل المباشر أو من خلال السلطات النقدية المحلية بضخ السيولة في الأسواق المالية والمؤسسات المالية لتهدئتها عن طريق عمليات السوق المفتوحة.²

بعد مفاوضات مع الدول التي طلبت التدخل، أعلن الصندوق عن خطط إنقاذ مشروطة بسياسات تقشفية قاسية مع فتح تسهيلات الإقراض الاعتيادية المتاحة³ إضافة إلى استخدام آلية التمويل العاجل، وهي آلية تمويل سريع استحدثت في سنة 1995 لتسهيل الموافقة السريعة على القروض للدول الأعضاء. من خلال هذه الآلية، أصبح لإدارة الصندوق القدرة على التحرك الفوري وتلبية طلبات أعضائه بسرعة في حالات الطوارئ بسبب أزمة أو تهديد بحدوث أزمة في الحسابات الخارجية لأحد أعضائه بعد التوصل إلى اتفاق مع سلطاتها على

¹ Mark Beeson & Andrew Rosser, op. cit, pp. 09, 10.

² Olivier Jeanne & Charles Wypolysz, op. cit, pp. 90-113.

³ آمال عبد الرحمان زيدان قاسم، المرجع السابق، ص 215.

برنامج الإقراض، على أن ينظر المجلس التنفيذي للصندوق بعدها في طلب القرض خلال 72 ساعة. نظرا للطابع الفجائي لأزمة جنوب شرق آسيا والتدهور الحاد لاقتصادات المنطقة، استفادت إندونيسيا والفلبين وتايلاند وكوريا الجنوبية من مساعدات مالية ضمن هذه الآلية.¹ وفي تدخله لتهدئة الأسواق وإعادة الثقة إلى الاقتصادات المتأزمة يمكن التمييز بين مرحلتين اختلفت فيهما أهداف الصندوق تبعا لتطور الأزمة:

1- المرحلة الأولى: ساد خلال المرحلة الأولى من الأزمة الآسيوية حالة عامة من الاضطرابات المالية

والتقلبات الحادة عمت دول جنوب شرق آسيا، امتدت عدواها إلى دول ناشئة خارج الإقليم بسبب غياب الشفافية وضعف الرقابة والضوابط المؤطرة لقطاع الأعمال، وهو ما كان له أثارا كارثية على استقرار المنظومة البنكية وبيئة الاستثمار في المنطقة. في إطار إستراتيجيته لاحتواء الاضطرابات، رأى الصندوق أن الضرورة تستوجب التدخل الفوري لإصلاح الأنظمة المالية المتهاوية في تلك الدول. بعد إعلان تايلاند عن تعويم الباهت بدأت مفاوضات الدولة مع الصندوق في 2 جويلية، ثم تبعها الفلبين في 14 جويلية، وإندونيسيا في 8 أكتوبر وكوريا الجنوبية في 21 نوفمبر التي طلبت مساعدة الصندوق. وعليه، عقد الصندوق ثلاث برامج إنقاذ طارئة لفائدة تايلاند وإندونيسيا وكوريا الجنوبية، فوافق على خطة لفائدة تايلاند في 20 أوت 1997 بقيمة تصل إلى 17,2 مليار دولار يصرف منها 3,9 مليار دولار فورا، حيث استهدفت الخطة رفع معدل النمو إلى 2,5% في سنة 1997 و 3,5% في سنة 1998، رفع الاحتياطات الدولية لمدة تغطي 4,2 شهرا من الاستيراد في سنة 1997 و 4,4 شهر في سنة 1998، معدل تضخم لا يتجاوز 9,5 و 5% في سنتي 1997 و 1998 على التوالي، مع تحقيق ميزانية إيجابية في سنة 1998.

في 25 نوفمبر 1997، وبالنظر إلى الانخفاض الحاد في قيمة الباهت، وافق الصندوق على حزمة ثانية تضمنت إجراءات للمساعدة على الحفاظ على فائض الميزانية المستهدف (1%)، ووضع جدول زمني لإعادة هيكلة النظام المالي وخطط لحماية القطاعات الضعيفة في المجتمع. في 7 فيفري 1998، وافقت تايلاند على البرنامج الثالث للصندوق الذي تم فيه تخفيض معدل النمو المستهدف إلى 1%، إجراءات إضافية لاستهداف عجز ميزانياتي بنسبة 1% من الناتج المحلي الاجمالي، وتوسيع إستراتيجية إصلاح النظام المالي. في 24 فيفري 1998، تم إدخال بعض التعديلات على الخطة فتم تعديل السياسة المالية المستهدفة من فائض بنسبة 1% من الناتج المحلي إلى عجز بنسبة 2%. في 4 مارس 1998، تم صرف 270 مليون دولار.

¹ صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، 2009، ص24.

أما إندونيسيا، فأعلن الصندوق في 31 أكتوبر عن حزمة مالية متعددة الأطراف قيمتها 23 مليار دولار، شملت البنك الدولي وبنك التنمية الآسيوي لمساعدة الدول على استقرار نظامها المالي. في 5 نوفمبر 1997، وافق الصندوق على اعتماد مساندة بقيمة تصل إلى 10 مليار دولار يصرف منه 3 مليار دولار فوراً لإعادة هيكلة النظام المالي، مع إغلاق 16 بنك معسر وإصلاحات هيكلية لتعزيز الكفاءة الاقتصادية والشفافية مع تحرير التجارة الخارجية والاستثمار، محاربة الاحتكار والخصخصة، استقرار الروبية من خلال سياسة نقدية انكماشية، وتنفيذ تدابير مالية لتحقيق فائض موازنة بنسبة 1% من الناتج المحلي خلال هذه السنوات. في 15 جانفي 1998، تم الموافقة على حزمة ثانية لفائدة إندونيسيا، فسمحت الخطة بإرخاء الأهداف المالية السابقة فأصبح الهدف هو الوصول إلى عجز موازناقي 1% من الناتج المحلي. جعل الفشل في تحقيق شروط الصندوق من الأخير يعيد إدراجها في الحزمة الثانية مثل حل كل الاحتكارات الحكومية، تأجيل مشاريع البنية التحتية، وغلق البنوك المعسرة.

وافق الصندوق في 4 ديسمبر 1997 على قرض مساندة بقيمة 21 مليار دولار لفائدة كوريا الجنوبية يصرف منه فوراً 5,6 مليار دولار. استهدف برنامج الصندوق رفع معدل النمو الاقتصادي في سنة 1998 إلى 2,5%، إعادة هيكلة شاملة للنظام المالي بما تتضمنه من استقلالية البنك المركزي وتقوية الأسواق والانضباط الإشرافي، وغلق 9 بنوك تجارية معسرة، تلاها في 18 ديسمبر 1997 صرف 3,5 مليار دولار بعد السماح بتعويم العملة. في 24 ديسمبر، أشارت كوريا الجنوبية في رسالة نوايا عن حاجتها لتوسيع البرنامج نظراً لتدهور أوضاعها، فقد تضمن البرنامج مزيداً من إجراءات تشديد السياسة النقدية، إلغاء فرق أسعار الصرف، ورفع كل القيود على الحساب الرأسمالي، كما تم التعجيل بإصلاح النظام المالي وتحرير السوق والتجارة. في 30 ديسمبر 1997، تم صرف 2 مليار دولار لفائدة كوريا الجنوبية، ثم نفس المبلغ في 15 جانفي 1998، تلاها في 17 فيفري صرف 2 مليار دولار أخرى لفائدة كوريا الجنوبية. إضافة إلى ما سبق استفادت الفلبين في 14 جويلية 1997 من تمويل عاجل بقيمة 1,1 مليار دولار.¹

ربطت برامج الإنقاذ بعدد من الإصلاحات المرافقة كجزء من سياسة الشروط للصندوق، حيث طلب الصندوق من الدول إغلاق وتصفية العديد من البنوك والمؤسسات المالية التي تعاني من ضعف أو تعثر عن سداد التزاماتها، فطلب من تايلاند تصفية 57 شركة مالية ومن إندونيسيا إغلاق ستة بنوك ومن كوريا الجنوبية إغلاق 14 بنك استثماري. رأى الصندوق بأن مهمته لاستعادة الثقة في الأسواق المالية لا يمكن أن تنجح دون وجود

¹ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 28.

عملات مستقرة، ولهذا ركز في جهوده على استقرار أسعار الصرف من خلال إجبار الدول على التخلي علانية عن أهداف سعر الصرف المعلن عنها بأي طريقة، ودفعها إلى رفع أسعار الصرف والحفاظ عليه للدفاع عن العملة نظرا لضعف نظامها البنكي وارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق الملكية في قطاع الشركات والركود الاقتصادي وارتفاع عجز الميزانيات،¹ وإزالة السيولة التي سبق حقنها في النظام المالي لتخفيض أسعار السندات ورفع أسعار الفائدة إلى مستوى مرتفع حسب الحاجة لاستقرار الأسواق،² ثم تقييد الائتمان المحلي للتحكم في العرض النقدي، مع دعم احتياطات النقد الأجنبي.

بيد أن الإجراءات الهامة والبرامج المالية الضخمة التي استفادت منها دول الأزمة لم تنجح في وقف هجمات المضاربة وتدهور قيمة صرف العملات في مواجهة الدولار، حيث سرعان ما تراجعت احتياطات النقد الأجنبي. بمعدل أسرع من توقعات الصندوق، فلم يقتنع الدائنون بقدرة المدينين من القطاع الخاص في دول الأزمة على الوفاء بالتزاماتهم. أخفقت برامج الصندوق في تنشيط الاقتصادات المتضررة، ما دفع بالصندوق إلى تعديل توقعاته بشأن النمو الاقتصادي عديد المرات خلال سنة 1998،³ وبدأ في تناول قضايا حوكمة الشركات والهيكلة المالي للشركات بالتركيز على تحسين الحوافز والإشراف على عمليات البنوك ودفع الحكومات إلى الامتناع عن تقديم الدعم المالي والمزايا الضريبية في إطار إصلاح الميزانية وتخفيف العجز فيها وتشجيع الشركات الفردية على الاندماج.⁴

2- المرحلة الثانية: مع وصول كوريا الجنوبية إلى شفير الإفلاس والإعلان عن توقفها عن الوفاء بديونها دخلت أزمة جنوب شرق آسيا مرحلتها الثانية في ديسمبر 1997 ومطلع جانفي 1998. تأكد للعالم خطورة الأزمة وتبين عدم فاعلية الحلول التي نفذها الصندوق مع استمرار تدهور أداء اقتصادات المنطقة وتراجع قيمة عملات المنطقة، ما صعب على القطاع الخاص سداد ديونه الخارجية وصعب على الشركات الإنتاجية التصدير لصعوبة الحصول على الائتمان اللازم لتمويل عمليات التجارة الخارجية. كذلك، لم يأتي طلب إيقاف وإغلاق البنوك والمؤسسات المالية المتعثرة بالنتائج المرجوة، فقد زاد من تردد المصارف الأخرى في منح الائتمان خوفا من مواجهة صعوبات مماثلة في المستقبل والتعرض لنفس المصير، كما أن غياب نظام لضمان وتأمين الودائع قد أوجج

¹ Morris Goldstein, An Evaluation of Proposals to Reform the International Financial Architecture, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2003, p 250.

² Anne O.Krueger & Jungho Yoo, op. cit, p 615.

³ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص86.

⁴ Anne O.Krueger & Jungho Yoo, op. cit, pp. 616, 617.

حالة الذعر لدى المودعين الذين سارعوا إلى سحب ودائعهم، ما أدى إلى شح السيولة وتعميق أزمة الثقة وموجة الذعر المالي في الأسواق المالية وساهم في تسريع خروج رؤوس الأموال والتخلص من الأدوات المالية المقومة بالعملات المحلية.

لانتشار حليفاتها الإستراتيجية كوريا الجنوبية من شبح الإفلاس، استخدمت الولايات المتحدة نفوذها للضغط على البنوك الدائنة لها من أجل إعادة جدولة ديونها قصيرة الأجل، أسفرت عن توقيع اتفاق في 16 جانفي 1998 بين كوريا الجنوبية والبنوك العالمية الدائنة لإعادة جدولة الديون قصيرة الأجل المستحقة في الربع الأخير من سنة 1998. في 28 جانفي 1998، تم الاتفاق على توسيع الاتفاقية لتحويل القروض قصيرة الأجل المستحقة على القطاع الخاص في كوريا الجنوبية والتي تقدر قيمتها 24 مليار دولار إلى قروض خاصة تضمنها الحكومة بأسعار فائدة عائمة تتراوح نسبتها بين 2,5 و 2,7% فوق سعر ليبور.¹ نظرا لمحدودية موارد الصندوق لجأ الأخير إلى طلب مساندة الولايات المتحدة، وتم تركيز الجهود على ضرورة التوصل إلى اتفاق شامل لجدولة كل الديون كشرط للحصول على خطوط ائتمان تسهيلية التي تغطيها خطة الإنقاذ مع كوريا الجنوبية في 3 ديسمبر 1997، وبذلك تم تحويل موضوع تلك التسهيلات من إعادة الثقة إلى الأسواق المالية إلى تأجيل وهيكلة الديون المستحقة. في 2 ماي 1998، قامت السلطات بتعيين برنامج الإصلاحات الاقتصادية، مراجعة توقعات النمو إلى 2%، إجراءات لتعزيز شبكة الأمان الاجتماعي وتخفيف القيود على معاملات الصرف الأجنبي، وتشكيل لجنة تقييم لتقييم خطط الرملة للبنوك التي تعاني من ضعف رأسمال، تلاها في 15 جويلية 1998 إعلان كوريا الجنوبية في رسالة نوايا جديدة عن سياسات اقتصادية كلية تيسيرية، تضمنت الرسالة تكييف العجز الميزانياتي عند 5% من الناتج المحلي لسنة 1998 وإجراءات لدعم برنامج الإنفاق الاجتماعي.

غير أن النزيبات الجديدة لم تسفر عن تحسين الأوضاع، فقد استمر النشاط الاقتصادي في النزاع واستمر معه تدهور العملات، كما استمرت الأسواق المالية في بعض دول الأزمة (كوريا الجنوبية وتايلاند وإندونيسيا) في الانكماش. بعد إعلان إندونيسيا في 27 جانفي 1998 عن تعليق مؤقت لخدمة وحدات الأعمال لديونها ودخول الحكومة في 26 فيفري 1998 في مفاوضات بين الدائنين وقطاع الأعمال المدين في إندونيسيا لإعادة جدولة ديونه بالعملات الأجنبية والمقدرة ب 70 مليار دولار، سجلت الأسواق المالية في إندونيسيا بعض التحسن واستمرت في ذلك بعد التوقيع على الاتفاق الثالث مع صندوق النقد الدولي في 10 أبريل 1998 بشأن حزمة جديدة من الإصلاحات تضمنت إعادة جدولة الديون الأجنبية المستحقة على القطاع

¹ عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص 285.

الخاص، سياسات نقدية قوية، تسريع إعادة هيكلة القطاع المالي، تخفيف القيود المالية، والإلغاء التدريجي للدعم الحكومي.¹ تضمن الاتفاق كذلك صرف مليارات الدولارات تنفيذًا لبرنامج الإنقاذ الموقع في أكتوبر 1997² وضمن الرقابة والشفافية، صرف منه في 4 ماي 1998 مليار دولار. على إثر توقيع تلك الاتفاقات الهامة انتعشت الروبية وانخفض سعر صرفها بنسبة 6% بعد مرور ثلاثة أيام.³ غير أن أعمال الشغب وتجدد إضرابات الطلاب المطالبة بإلغاء حكم سوهارتو ما لبثت أن مارست تأثيرها على الروبية التي انخفضت، وتزايدت حدة الانخفاض بعد وقف التعامل في أسواق المال والسلع في 15 ماي 1998. في 21 ماي 1998، استعادت أسواق المال الإندونيسية بعضًا من عافيتها بعد استقالة سوهارتو، تلاها في 24 جوان 1998 الاتفاق على إصلاحات الصندوق الإضافية في ضوء تغير البيئة السياسية وسوء الأحوال الاقتصادية، فالبنود تضمنت استهداف عجز ميزانياتي عند 8,5% من الناتج المحلي وإغلاق أو دمج أو رسملة البنوك الضعيفة وإنشاء نظام للإفلاس.

في 29 جويلية 1998، طلبت إندونيسيا من الصندوق إلغاء الترتيبات الموجودة مع الصندوق وتعويضها بترتيبات جديدة موسعة تضمنت إجراءات جديدة، إعادة هيكلة البنوك والشركات، وتحسينات في نظام التوزيع. في 25 أوت، وافق الصندوق على صرف مليار دولار لكوريا الجنوبية.

أما تايلاند، فوافق صندوق النقد الدولي في 4 مارس 1998 على صرف الجزء الثاني من برنامج الإنقاذ لفائدتها، مع اشتراط على الحكومة الاستمرار في تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي وإبداء الموافقة على تعديل بعض أهداف السياسة الاقتصادية التي سبق الاتفاق عليها، وهو ما ساهم في تحسن الثقة في الأسواق المالية التايلاندية التي ارتفعت أسهمها وانتعش معها الباهت.⁴ في 26 ماي 1998، تمت الموافقة على البرنامج الرابع لصندوق النقد الدولي، حيث أعطيت الأولوية لمنع أي تباطؤ اقتصادي إضافي إلى جانب تعزيز الانتعاش السابق واشترط البرنامج تخفيضات تدريجية وحذرة في أسعار الفائدة وفي معدلات النمو النقدية العالية، مرونة في العجز الميزانياتي المستهدف عند 3% من الناتج المحلي، وتسريع إعادة هيكلة مديونية الشركات مع إصلاحات في القطاع المالي. في 25 أوت 1998، عدّل البرنامج التايلاندي لدمج نهج أكثر شمولًا لإعادة هيكلة البنوك والشركات

¹ Morris Goldstein, op. cit, pp. 244, 245.

² عمرو محي الدين، المرجع السابق، ص32.

³ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المرجع السابق ص89.

⁴ عمرو محي الدين، المرجع اعلاه، ص31.

كما تم الإبقاء على العجز الميزانياتي المستهدف عند 3% من الناتج المحلي لسنتي 1998 و1999 مع استثناء تكاليف إعادة هيكلة النظام المالي.

رغم الجهود الضخمة المبذولة سواء من جانب الدول فرادى أو المؤسسات الدولية، إلا أن نزيف رأس المال قد استمر فتواصلت سلبية صافي رأس مال الخاص (توقف مفاجئ)، فيما تحسن قليلا تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة نتج عنها ضغوط اقتصادية كلية من انخفاض قيمة العملات، ارتفاع أسعار الفائدة، انكماش الإنتاج، والضغوط المالية.¹

لاقت تدخلات الصندوق ووصفاته لعلاج الأزمات من خلال برامج الإصلاح الهيكلي والسياسات النقدية والمالية انتقادات شديدة من حيث اشتراطها القاسية، وعدم تناسبها مع ظروف كل الدول.² رغم الانتقادات التي وجهت لاشتراطات الصندوق القاسية والتي نظر إليها على أنها غير فعالة ومستهلكة للكثير من الوقت والموارد وكثيرا ما تجعل الأمور أسوأ (تحول التباطؤ إلى ركود والركود إلى كساد عارم)، إلا أن أغلب الدراسات التجريبية التي استخدمت فيها بيانات طويلة عن العينات وتقنيات الانحدار دعمت الدور الإيجابي لبرامج الصندوق في تحسين ميزان المدفوعات والحساب الجاري في الدول المتأزمة. إضافة إلى موارده الخاصة، أصبحت المشاركة في برامج الصندوق إحدى المتطلبات الأساسية للولوج إلى أسواق الائتمان الرئيسية.³ دعم الاتجاه الداعم للصندوق وبرامجه للاستقرار الاقتصادي والنقدي تقرير فريق العمل المستقل برعاية مجلس العلاقات الخارجية الأمريكي، ومعه مجموعة من الاقتصاديين والخبراء الذين اعتبروا أن الدعم المالي للصندوق المقدم لدول الأزمة قد ساهم بدون شك في تجنب دول الأزمة ودول أخرى الدخول في ركود أعمق، تخفيضات تنافسية أكثر تطال العملات، المزيد من التخلف عن السداد، واللجوء إلى تقييد التجارة علنية وضمنية.⁴

بحلول سنة 1999، بدأ التعافي الاقتصادي يظهر على اقتصادات جنوب شرق آسيا واستمر بقوة طيلة السنة، ومع حلول سنة 2000 كان نصيب الفرد من الناتج المحلي أعلى من مستوياته قبل الأزمة، ولكن ظلت الأنظمة البنكية ضعيفة ترتفع فيها نسبة القروض المتعثرة وكان الدين العام عالي. وانطلاقا من ذلك، يمكن القول أن الأزمة كانت قصيرة بقدر ما كانت عميقة.⁵

¹ Rudi Dornbusch, Malaysia's Crisis: Was It Different? Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2002, pp. 445, 446.

² Morris Goldstein, op. cit, pp. 244, 245.

³ Michael M. Hutchison, op. cit, pp. 321, 322.

⁴ Morris Goldstein, op. cit, pp. 240, 241.

⁵ Rudi Dornbusch, op. cit, p 446.

غير أن التعافي الاقتصادي والانتعاش لم يستمر طويلا، فبحلول الألفية الحالية بدأ الانتعاش يعود إلى الأسواق الناشئة خصوصا والعالم عموما، واستمرت الاقتصادات رغم الصدمات والأزمات في تسجيل معدلات نمو سريعة إلى غاية منتصف سنة 2007 حين انفجرت أزمة مالية عالمية، نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية وتطورت بسرعة غير متوقعة إلى أزمة اقتصادية أصابت أكبر اقتصادات العالم ثم انتشرت إلى باقي دول العالم بفعل عوامل كثيرة، حيث اعتبرت أشد الأزمات وأكثرها عمقا وتكلفة في التاريخ الاقتصادي الحديث.

المطلب الثاني: تطور الأزمة المالية العالمية 2008 والجهود المبذولة لمواجهتها

عرف العالم بعد انهيار نظام بروتن وودز ثورة تكنولوجية ومعلوماتية أدت إلى ربط مختلف الأسواق التي أصبحت أكثر تكاملا واندماجا من أي وقت مضى، وأصبحت تدفقات رؤوس الأموال تتمتع بحرية غير مسبوقة ساهمت في اندماج أسواق المال ومعها ارتفع الاعتماد المتبادل بين الدول. أدت تلك الطفرات المالية والتكنولوجية إلى عولمة الإنتاج والتجارة ورؤوس الأموال والاستثمارات، ترتب عليها نمو سريع للقطاع المالي وانفصاله عن القطاع الحقيقي، غير أن المزايا المتحققة من العولمة حملت في طياتها مخاطر، أهمها تسهيل وتسريع انتشار الأزمات إلى باقي القطاعات وباقي المناطق. في هذا الصدد، جاءت الأزمة المالية العالمية 2008 في أوج فترات ازدهار العولمة وفي وقت بلغ فيه تطور وسائل الإعلام والاتصال مرحلة غير مسبوقة، وهو ما جعل من الأزمة المالية تعرف تطورات سريعة استدعت معها تدابير وتعبئة تاريخية فاقت ما خصص للأزمات المالية والاقتصادية السابقة. وفيما يلي سنحاول إبراز التطورات التي عرفت الأزمة المالية العالمية 2008 والجهود المحلية والدولية المكرسة لمواجهتها.

الفرع الأول: تطور الأزمة المالية العالمية 2008

يعتبر القطاع العقاري في الولايات المتحدة منشئ الأزمة المالية العالمية 2008، التي توسعت لتتطال الجهاز المصرفي ثم النظام المالي في الولايات المتحدة، تلاها بفترة وجيزة القطاع الحقيقي الذي سجلت أنشطته ركودا حادا. نظرا لخصوصية الاقتصاد الأمريكي من جهة، وتراكمات العولمة التي أدت إلى تكثيف العلاقات الدولية وتقاطع مصالح اقتصادات دول العالم عند المراكز المالية الأمريكية من جهة أخرى، توسعت الأزمة المالية الأمريكية وانتقلت عدواها إلى باقي دول العالم لتصبح أزمة مالية عالمية. كسابقتها من الأزمة الآسيوية 1997، سبق انفجار الأزمة المالية العالمية 2008 أحداثا هامة تسارعت وتعقدت بعد انفجار الأزمة مع نهاية أوت وبداية سبتمبر من سنة 2007، حيث تجلى عظم الأزمة مع كشف حجم الخسائر الكبيرة والتاريخية إلى مستوى هدد اقتصادات دول

محورية بالاهتبار والإفلاس، ما استدعى تدخل المؤسسات الدولية ومعها دول كبرى لإنقاذ النظام المالي حفاظا على النظام الاقتصادي الدولي المؤسس على الرأسمالية من الاهتبار.

أولا: تطور الأزمة خلال سنة 2007

1- التطورات خلال النصف الأول من سنة 2007 (ما قبل الانفجار): بحلول سنة 2007 عجزت الآلاف من العائلات الأمريكية عن تسديد أقساط القروض العقارية التي وصلت قيمتها في مارس 2007 إلى 1,3 تريليون دولار، وارتفعت وتيرتها خلال النصف الثاني من سنة 2007 وكبدت المؤسسات المالية المتخصصة خسائر فادحة¹، فأعلن بنك (HSBC) في فيفري 2007 عن خسائر بسبب قروض الرهن العقاري، تلاه في جوان كشف بنك بير ستريمز (Bear Streams) عن معاناته من خسائر بسبب تلك الرهون. على إثر ذلك، دبت المخاوف في أوساط المتعاملين في الأسواق المالية وبدأت الشائعات والمخاوف بالانتشار، ما دفع الفدرالي الاحتياطي إلى التدخل لتهدئة المخاوف درءا لمخاطر سحب جماعي للودائع أو بيع كبير للأسهم. بيد أن خطوة الفدرالي الاحتياطي لم تفلح في وقف انتشار الأزمة مع تضرر عدد من البنوك العملاقة ذات الأهمية النظامية؛ كبنك مورغان (JP Morgan Chase) وميريل لينش (Merrill Lynch). للتعامل مع الوضع المتأزم، قام الفدرالي الاحتياطي بخفض سعر الفائدة على الأموال الفدرالية ب 300 نقطة أساس في الفترة بين أوت 2007 وأفريل 2008. ساهم ارتفاع أسعار النفط بقوة في ارتفاع معدل التضخم على طول السنة، فبلغ معدل 4% في أواخر سنة 2007 وبداية سنة 2008 والذي أدى، إضافة إلى تراجع النمو إلى 2,2%، إلى انكماش الاستهلاك وانتشار حالة من عدم اليقين في الأسواق بخصوص الاتجاهات التي قد يسلكها الاقتصاد الأمريكي وباقي اقتصادات المركز.

2- التطورات خلال النصف الثاني من سنة 2007: عرفت أزمة الرهن العقاري خلال النصف الثاني

من سنة 2007 انتشارا جغرافيا سريعا إلى أوروبا التي أعلن عدد من بنوكها عن تبخر استثماراتها المرتبطة بالرهن العقاري الأمريكي. عقب إعلان المصارف الكبرى عن خسائر في قيمة أصولها، سجلت البورصات العالمية تقلبات عنيفة، فتراجعت أسعار الأسهم فيها بجدة دفعت البنوك المركزية إلى التدخل بضخ سيولة في المؤسسات المالية المتضررة. رغم الاضطرابات التي عمت القطاع البنكي وتأثير ارتفاع أسعار النفط على الدخل الحقيقي واستمرار المشاعر السلبية لدى المستهلكين ومنشآت الأعمال إضافة إلى تراجع الصادرات وارتفاع أسعار العملات، إلا أن

¹ نزهان محمد سهو، المرجع السابق، ص 663.

النمو الاقتصادي في منطقة اليورو والمملكة المتحدة واليابان استمر في التوسع، حيث بلغ 2,6، 3,1، و2,1% على التوالي.

رغم الجهود الحثيثة من جانب البنوك المركزية في الدول المتقدمة لتخفيف وقع الأزمة على البنوك وعلى الاقتصاد الكلي من خلال حقن المؤسسات المالية المتعثرة بحجم كبير من السيولة قصيرة الأجل وبسرعة خلال شهري سبتمبر وأكتوبر من سنة 2007، إلا أن ضغوط إعلانات الخسائر الكبيرة المرتبطة بالأوراق المالية المتعلقة بالقروض العقارية عالية المخاطر من كبريات المؤسسات المالية ساهم في زعزعة الأسواق المالية في الدول المتقدمة. مع الكشف عن تباطؤ الاقتصاد الأمريكي وارتفاع التوقعات باستمرار الركود فيها وفي باقي الدول المتقدمة، توسع انتشار الأزمة وتدهورت الأسواق، خاصة بعد وصول أنباء عن تدهور قيمة الأصول وتفاقم المخاطر النظامية وتراجع السيولة لدى مؤسسات النظام المالي نتيجة إفلاس مؤسسات مالية وامتناع مؤسسات أخرى عن الإقراض خوفا من الإفلاس، حيث شهدت أسواق المعاملات بين البنوك ركودا غير مسبوق اتسعت فيها فروق العائد على القروض مع اتجاه المستثمرين إلى بيع أصولهم في أسواق تفتقد السيولة اللازمة.

على خلاف الدول المتقدمة، لن تتأثر الدول الناشئة خلال سنة 2007 بتداعيات الأزمة، فقد استمرت اقتصاداتها في تسجيل معدلات نمو قوية بفضل تحسن الأساسيات الاقتصادية الكلية، قوة الميزانيات العمومية للقطاع العام فيها، استمرار التدفقات الرأسمالية، زيادة الاستثمار، قوة الطلب المحلي، وارتفاع نسبة صافي الصادرات نتيجة ارتفاع أسعار المواد الأولية وأسعار الطاقة، فقد تجاوز معدل النمو في دول أوروبا الصاعدة (5,7%) ذلك المسجل في الاقتصادات الأوروبية، وبلغ في دول الكومنولث المستقلة 8,5%، وفي الصين 11,4%، والهند 8,5%. على نفس النسق، عرفت اقتصادات الدول النامية توسعا بفضل زيادة الطلب المحلي الذي عوض انخفاض الطلب الخارجي من الدول المتقدمة، فارتفع معدل النمو الاقتصادي في أمريكا اللاتينية ومنطقة الكاريبي إلى 5,6%، وفي الشرق الأوسط 5,8% مدفوعا بارتفاع أسعار النفط. رغم ما كان يبدو من عدم تأثير الاقتصادات الصاعدة بأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة بدليل استمرار نمو النشاط الإقراضي في عموم الدول الناشئة خلال الربع الأخير من سنة 2007، إلا أنه قد سجل عزوف حاد للشركات في إصدار السندات ابتداء من الربع الثالث من سنة 2007 نتيجة ارتفاع تكاليف التمويل، وانتشار حالة من عدم اليقين بشأن انعكاس الأزمة على صادراتها.¹

¹ صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، 2008، المرجع السابق، ص ص 14-17.

ثانيا: تطورات الأزمة خلال سنة 2008: تسارعت الأحداث خلال سنة 2008 وتفاقت الخسائر وتوسعت قائمة المؤسسات المتأثرة بالأزمة، فلم تتوقف على بعض البنوك والمؤسسات المتورطة في قروض الرهن العقاري بل انتقلت عدوى الأزمة إلى كل مكونات النظام المالي من خلال أسواق المال، ثم لاحقا إلى الأنشطة الاقتصادية الإنتاجية لتصيب الاقتصادات بالركود وتتعقد الأزمة أكثر وتصبح أزمة دولية بامتياز استدعت تنسيق دولي. للتخلص من عبء البنوك المتأزمة، حظيت عملية استحواذ بنك مورغان على بنك بير سنيزيم المتأزم والبالغ قيمة أصوله بنهاية سنة 2007 بأكثر من 395 مليار دولار بصفقة قيمتها 1,2 مليار دولار فقط بمباركة ودعم وزارة الخزانة الأمريكية.¹

بحلول شهر سبتمبر، كانت الأزمة المالية قد بلغت ذروتها فقد شهد العالم سلسلة من الإفلاسات طالت مؤسسات مالية وعمليات استحواذ وشراء بين مؤسسات وبنوك، فخلال السنة تأزمت أوضاع مؤسستي فريدي ماك وفاني ماي المتخصصةين في إعادة تمويل القروض العقارية، واللذان كانتا تمتلكان وتضمنان حتى سنة 2008 نصف الرهون العقارية في الولايات المتحدة البالغ قيمتها 112 تريليون دولار، ما استدعى تدخل الخزانة الأمريكية التي سارعت لنجدهما في سبتمبر بخطة إنقاذ لإعادة هيكليتهما ماليا، كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار، ووضعهما تحت الوصاية المباشرة. رغم التصريحات الإيجابية والتقارير المتفائلة بتحسين الأوضاع بعد ضخ سيولة كبيرة في المؤسسات المالية، إلا أن الأزمة واصلت تطورها، وقد جاءت الصدمة بإعلان بنك ليمان بروذرز رابع أكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة عن إفلاسه في 15 سبتمبر 2008 بعد صراع لاحتواء الخسائر المتواصلة التي بلغت 3,9 مليار دولار في الربع الأول من السنة، فاشترى بنك باركليز البريطاني أصول البنك في أمريكا الشمالية بينما استحوذ بنك نومورا الياباني على أصوله في أوروبا وآسيا والشرق الأوسط.

عرفت سنة 2008 تسارع عمليات الاستحواذ بين البنوك، فقام بنك أوف أمريكا بشراء بنك أعمال آخر هو ميريل لانش التي بلغت قيمة أصوله بنهاية سنة 2007 بأكثر من تريليون دولار مقابل 50 مليار دولار أما بنك مورغان فقد عقد صفقة لشراء منافسه بنك واشنطن ميوتشوال. نظرا للارتفاع الكبير في عدد العملاء المتوقفين عن سداد قروضهم العقارية، انهارت أسعار العقارات محل النزاع وارتفعت معها مطالبات المستثمرين بالتعويضات من شركات التأمين التي تضررت أصولها، فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم (AIG) عن عجزها عن الوفاء بالتزاماتها إزاء 64 مليون عميل حامل لبوليصات التأمين، ما دفع الحكومة الأمريكية إلى الإسراع في نجدها لأهميتها النظامية، فقدمت في 16 سبتمبر 2008 مساعدة بقيمة 85 مليار دولار في مقابل امتلاك

¹ جواد كاضم البكري، المرجع السابق، ص 125.

79,9% من رأسمالها. كان لمتاعب المؤسسات المالية انعكاسات سلبية حادة على الأسواق المالية التي سجلت مؤشرات انخفاضات حادة وتقلصت رسميتها وتراجعت جاذبيتها، حيث سادت حالة من عدم اليقين وتعاضمت مشكلة عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي أثر على الاقتصاد الكلي الذي عانى من شح السيولة إضافة إلى انخفاض الطلب.

مع نهاية شهر سبتمبر، أعلن أكبر بنك في العالم بنك سيتي جروب (City Group Bank) عن شراء منافسه بنك واكوفيا تحت غطاء ودعم السلطات الفدرالية. تسبب رفض مجلس النواب الأمريكي لخطة الإنقاذ الحكومية في 29 سبتمبر 2008 في انهيار بورصة وول ستريت، أعقبها تراجع قوي للبورصات الأوروبية والآسيوية كما واصلت أسعار الفائدة بين البنوك ارتفاعها نتيجة امتناع البنوك عن إقراض بعضها البعض، وهو ما فاقم مشكلة السيولة في النظام البنكي وصعب على شركات القطاع الحقيقي الحصول على التمويل، اضطرت معه إلى تسريح عمالها في نظير الحفاظ على توازنها المالية والاستمرار في النشاط.¹ في نفس اليوم، قامت الحكومة البريطانية بتأميم بنك برادفورد وبنجلي بي أل سي العقاري، كما تدخلت حكومات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ لإنقاذ مؤسسة التأمين العملاقة فورتس أن في. أما آخر أيام سبتمبر، فقد تواصلت فيه خسائر البورصات العالمية تزامنا مع إعلان السلطات الأوروبية عن خطة لإنقاذ شركة الخدمات المالية البلجيكية-الفرنسية ديكسيا أس أي بتكلفة تقدر بقيمة 6,4 مليار دولار.²

مع استمرار مسلسل انهيار المؤسسات المالية واضطراب الأسواق المالية، اضطرت مجلس الشيوخ الأمريكي في أول أيام أكتوبر إلى المصادقة على خطة الإنقاذ لتهدئة الأسواق المالية الموشكة على الانهيار، أعقبها مصادقة مجلس النواب الأمريكي في 3 أكتوبر على خطة الإنقاذ المالي بعد إدخال تعديلات عليها. استمرت خلال شهر أكتوبر عمليات الاستحواذ والشراء بين مؤسسات مالية، كما شهد الشهر ارتفاع وتيرة تدخلات الحكومات لإنقاذ أنظمتها المالية. في 19 أكتوبر، أعلنت أيسلندا عن إفلاسها، تلاها في 10 أكتوبر عقد قمم لوزراء المالية في الدول السبع الكبرى للتباحث قصد وضع خطط لوقف انهيار البنوك فيها، وانضمت اليابان في 14 أكتوبر إلى

¹ موسى اللوزي وآخرون، المرجع السابق، ص 303.

² Marc Auboin, Restoring Trade Finance during a Period of Financial Crisis: Stock-Taking of Recent Initiatives, World Trade Organization, Staff Working Paper ERSD-2009-16, December 2009, pp. 01, 05.

الحملة العالمية لإنقاذ البنوك وأعلنت عن خطة إنقاذ مالي، فيما أعلنت الولايات المتحدة عن خطة بقيمة 250 مليار دولار لشراء حصص في تسع بنوك.¹

يعتبر انهيار بنك ليمان بروذرز نقطة فاصلة في مسيرة انتشار الأزمة، فقد أبان عن تجاوب الاقتصادات الناشئة لأحداث الولايات المتحدة بعد الجدل الذي أثير حول عدم توتر الاقتصادات الناشئة بأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة بعد استمرار الأداء القوي لاقتصاداتها، وارتفاع أسعار الأسهم وقيمة العملات عقب تفجر الأزمة في صيف سنة 2007. سجلت أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة والولايات المتحدة تراجعاً حاداً (مستويات أقل من 40% من مستوياتها قبل الأزمة)، وتراجعت قيمة عملاتها أمام الدولار بنحو 10%، كما ارتفعت هوامش الائتمان في الولايات المتحدة والأسواق الناشئة بشكل حاد بعد شهر سبتمبر بعد ارتفاع التوقعات بانكماش النشاط الاقتصادي بأكثر مما كان متوقعاً. ب

بحلول أواخر أكتوبر دخلت الدول الناشئة في الأزمة المتفشية، واستمرت التقلبات العنيفة والاتجاهات غير النمطية للأسواق. في هذا السياق، كشفت دراسة لـ "دولاي وهاتشينسون" (Dooley & Hutchinson, 2009) شملت مجموعة من الاقتصادات الناشئة والولايات المتحدة الأمريكية عن الارتباط القوي بين الأسواق الناشئة والولايات المتحدة تجاوز في قيمته الواحد (1) خاصة بالنسبة للبرازيل والصين، ما يدل على الاندماج الكامل لتلك الأسواق في أحداث السوق الأمريكية وخضوعها لنفس الصدمات ولكن بتقلب أكبر، حيث أصبح للأخبار الصادرة من الولايات المتحدة تأثيراً قوياً على الأسواق الناشئة الرئيسية بعد إفلاس بنك ليمان بروذرز.² مع انتهاء سنة 2008، كانت أزمة الرهن العقاري قد أنهت وجود البنوك الاستثمارية المتخصصة في الولايات المتحدة، فبعد انهيار عملاق البنوك الاستثمارية بنك ليمان بروذرز قررت إدارة آخر بنكين استثماريين متخصصين هما غولدمان سكس (Goldman Sachs) ومورغان ستانلي (Morgan Stanley) في 22 سبتمبر 2008 التحول إلى بنكين عاديين يخضعان لقوانين الفدرالي الاحتياطي في نظير الحصول على مساعدة الأخير.³

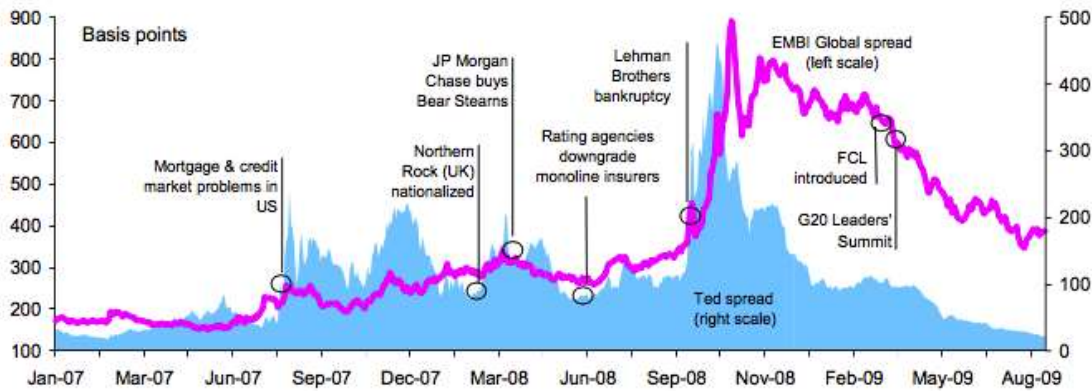
¹ محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، المرجع السابق، ص 56.

² Michael P. Dooley & Michael M. Hutchinson, Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets : Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N° 15120, June 2009, pp. 01-07.

³ محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، المرجع السابق، ص 56.

تعتبر مرحلة ما بعد ليمان بروذرز صعبة للتجارة الدولية، فقد لوحظ تعطل الائتمان التجاري المخصص لدعم الصادرات والواردات بسبب ارتفاع مخاطر الطرف المقابل، وتخفيض الديون الناتجة عن إفلاس لاعب رئيسي في أسواق الائتمان الدولية.¹ يوضح الشكل رقم (3-3) تسلسل أحداث الأزمة في كل من الاقتصادات المتقدمة والناشئة من جانفي 2007 إلى غاية أوت 2009.

الشكل رقم (3-3): التسلسل الزمني للأزمة في الاقتصادات المتقدمة والناشئة



Source : The Strategy, Policy and Review Department, Review of Recent Crisis Programs, International Monetary Fund, September 14, 2009, p 05.

الفرع الثاني: الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008

بعد بلوغها المرحلة الانفجار، استمرت الأزمة المالية في التطور مخلفة اضطرابات مالية وتباطؤ اقتصادي سريع وحاد في الدول المتقدمة أثر بدوره على الأسواق العالمية من خلال القنوات المالية والاقتصادية الحقيقية. ابتداء من أواخر سنة 2008، دخلت الأزمة مرحلة التثبيت استمرت خلال سنة 2009، حيث أصبح تأثير تراجع الطلب في الدول المتقدمة الرئيسية واضحا على العديد من الأسواق من خلال النزاع الحاد في الطلب على صادرات الكثير من الدول الناشئة. وكالأزمة الآسيوية، تحركت الدول بمختلف سلطاتها مع بروز خطورة الأزمة لاحتواء تبعات الأزمة وتفادي سقوط مؤسسات أخرى لاستنزاج بعضا من الثقة المفقودة في الأنظمة المالية واحتواء تداعيات الأزمة على القطاع الحقيقي.

مع انخفاض قيمة الأصول في الأسواق تكون الأزمة المتفشية في الدول المتقدمة قد دخلت مرحلة التثبيت أجبرت معها السلطات في مجموعة واسعة من البلدان المتقدمة في منتصف 2008 على اتخاذ إجراءات بعد انتقال

¹ Michael P.Dooley & Michael M.Hutchinson, op. cit, pp. 01-07.

المخاوف بشأن السيولة إلى الملاءة المالية والحاجة إلى إعادة رسملة سريعة وكبيرة، وبذلك تكون الأزمة قد دخلت مرحلة المعالجة وإيجاد الحلول. أمام عالمية الأزمة وتفاقم الخسائر، وضعت الدول المتقدمة والناشئة أمام حتمية التدخل والتنسيق المشترك لتقاسم الخسائر من جهة، وضمان تحقيق الفعالية المنشودة من الخطط المحلية من جهة أخرى.

أولاً: الجهود الأحادية: بمجرد انفجار الأزمة المالية العالمية 2008،، عرف منحى التدخل من سلطات الدول تسارعاً، فعالمية الأزمة فرضت على كل دول العالم الاستجابة عبر تدابير وسياسات هامة لتهدئة الأسواق المتقلبة وبعث الأمل في نفوس المستثمرين والأسواق لإبعاد شبح الانهيار عن اقتصاداتها، وتجنب سيناريو أزمة الكساد العظيم 1929. فيما يلي، سنحاول تسليط الضوء على أهم الجهود المحلية المبذولة في مناطق مختلفة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008.

أ- جهود الولايات المتحدة الأمريكية: اعتبرت الصدمة المالية الناتجة عن الأزمة المالية التي مرت بها الولايات المتحدة أشد وأكثر تعقيداً من الصدمة المالية التي أدت إلى أزمة الكساد العظيم 1929، والتي اتبع خلالها الفدرالي الاحتياطي سياسات خاطئة تمثلت في الإهمال. لذلك، وكباقي الدول المتأثرة بالأزمة الآسيوية 1997، تبنى الفدرالي الاحتياطي سياسة نقدية فعالة من خلال ضخ سيولة كافية في النظام المالي بسرعة وبأشكال عديدة؛ ك شراء الأصول السامة وتسهيلات سيولة كثيرة، بصفته المقرض الأخير مع استهداف التضخم لتحقيق استقرار اقتصادي وامتصاص الكتلة النقدية الناجمة عن ضخ السيولة حالما يبدأ النظام المالي بالتعافي.¹ وبذلك، تختلف تدخلات الفدرالي الاحتياطي يختلف عن تدخلات دول الأزمة الآسيوية التي تبنت سياسات نقدية توسعية ركزت على توفير السيولة بغض النظر عن تأثيرات تلك السياسة على التضخم وعلى العرض النقدي، ما يعكس خبرة الفدرالي الاحتياطي في التعامل مع الأزمات.

مع اشتداد وتيرة الأزمة، ارتفعت الضغوط على سوق ما بين البنوك وعلى السيولة بشكل عام خلال شتاء 2008-07. مع بروز أزمة بنك بير ستيرز في مارس، طور الفدرالي الاحتياطي سلسلة من البرامج الجديدة للولوج إلى نافذة الخصم، بما في ذلك تسهيلات المزاد لأجل (Term Auction Facility TAF)، تسهيلات الإقراض الأممي لأجل (Term Security Lending Facility TSLF)، تسهيلات ائتمان الوكلاء الرئيسيون (Primary Dealer Credit Facility PDCF)، وقام الاحتياطي الفدرالي منذ مارس 2008

¹ Frederic S. Mishkin, The Financial Crisis and the Federal Reserve, NBER Macroeconomics Annual 2009, Volume 24, National Bureau of Economic Research, April 2010, pp. 496-502.

بتوسيع مخصصات السيولة إلى سوق الأوراق التجارية. تعكس هذه التسهيلات تغييرا في تكتيكات الاحتياطي الفدرالي يضمن بموجبها توفير الائتمان مباشرة للمؤسسات المالية التي يعتبرها أكثر احتياجا للسيولة، على عكس تقديم السيولة مباشرة إلى السوق عن طريق شراء الأوراق المالية للخزينة في السوق المفتوحة، وترك توزيع السيولة على الشركات الفردية في السوق.¹ مكن امتلاك الولايات المالية لأسواق كبيرة الفدرالي الاحتياطي من تنويع سياساته وتكتيكاته خلافا لدول الأزمة الآسيوية 1997، وقد شارك الفدرالي الاحتياطي والسلطات النقدية الأمريكية الأخرى في سلسلة من عمليات الإنقاذ للشركات المعسرة التي نظر إليها على أنها جد مرتبطة بشكل نظامي.

عقب انهيار بنك ليمان بروذرز مباشرة، أدركت السلطات الأمريكية أن أزمتها المالية المنبثقة من القطاع العقاري هي من العمق والخطورة ما يستدعي التدخل العاجل لتفادي تكرار أزمة 1929 لإبعاد شبح الإفلاس المالي والاقتصادي عن أكبر اقتصاد في العالم، وأدرك الفدرالي الاحتياطي أن أعماق مشكلة تواجه نظامه المالي هي الملاءة المالية. بيد أن المشكلة كانت تنبع من صعوبة تسعير الأوراق المالية المدعومة بمجموعة من الأصول، حيث أن تسعير الأوراق المالية بناء على مجموعة من الأصول يعد أمرا غاية في الصعوبة. وعليه، عانى سوق الائتمان شللا بعد امتناع المقرضين عن توسيع قروضهم بسبب الصعوبة في تحديد الملاءة المالية للمقترضين الذين تمتلئ محافظهم المالية بأوراق مالية ذات قيمة غير مؤكدة بفعل التوريق. ولذلك، ركز الفدرالي الاحتياطي على توفير السيولة للسوق لتخفيف من حالة عدم اليقين في السوق بشأن الملاءة المالية الفردية أو القطاعية.²

أعدت الخزانة الأمريكية خطة عاجلة لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة عرفت بخطة الإنقاذ المالي أو خطة وزير المالية "هنري بولسن" بقيمة 700 مليار دولار لقيت دعما قويا من الرئيس "بوش". عقب معارضة مجلس النواب الأمريكي للخطة في 29 سبتمبر 2008، شدد الرئيس الأمريكي في خطاب له في 21 سبتمبر 2008 على ضرورة التحرك الفوري لمواجهة الأزمة المالية وإنقاذ الاقتصاد الأمريكي من مخاطر كبيرة وعديدة ومساعدته على تجاوز العاصفة المالية، كما شدد على ضرورة استعادة الثقة في النظام المالي وإعادة الهدوء إلى الأسواق المالية. في خضم الاضطرابات الخطيرة التي اجتاحت الأسواق المالية، أجاز الفدرالي الاحتياطي على التدخل بوضع خطة عاجلة لتوفير 150 مليار دولار لإقراض البنوك و330 مليار أخرى عبارة عن اتفاقية اعتمادات متبادلة مع بنوك مركزية أجنبية لمساعدة الأسواق المالية في أوروبا وآسيا، إضافة إلى اقتراض 230 مليار

¹ John B. Taylor, *Macroeconomic Lessons from the Great Deviation*, NBER Macroeconomics Annual 2010, Volume 25, National Bureau of Economic Research, May 2011, p 389.

² Michael D. Bordo, op. cit, pp. 12-17.

تمويل جهوده لتمويل المؤسسات المالية الكبرى، كما وضعت وزارة الخزانة خطة لإصدار سندات خزانة بدون سقف محدد لتمويل جهود الفدرالي الاحتياطي، خاصة بعد استنزاف 500 مليار دولار من الاحتياطات الحرة للبنك من أصل 800 مليار كان يملكها قبل الأزمة.¹

تحت وطأة الضغوطات الداخلية والخارجية، وافق مجلس النواب الأمريكي في 24 سبتمبر 2008 على خطة الإنقاذ بعد إدخال تعديلات عليها، حيث استهدفت خطة الإنقاذ تثبيت النظام المالي وتخفيض أي أضرار إضافية من خلال:

- إنقاذ البنوك والمؤسسات المالية بشراء أصولها المرتبطة بقروض الرهن العقاري عالية المخاطر؛
 - تسهيل مهمة الفدرالي الاحتياطي من خلال إمداده بالسيولة اللازمة بعد استنزاف احتياطياته؛
 - بعث الطمأنينة في نفوس المودعين لثنيهم عن سحب ودائعهم والحفاظ على السيولة في البنوك.
- فور اعتماد الخطة، باشرت الخزانة الأمريكية والفدرالي الاحتياطي تطبيق بنود الخطة التي تضمنت 14 نقطة.² تعتبر الخطة بداية أكبر تدخل للحكومة الأمريكية في النظام المالي منذ أزمة الكساد الكبير 1929 أثارت المخاوف من سيطرة الحكومة على التعاملات المالية وتوجيهها وفق اتجاهاتها السياسية. ولذلك، لاقت معارضة داخلية ووصفت بأنها خروج صريح عن الفكر الرأسمالي الذي يقوم في مبادئه على كبح تدخل الدولة في شؤون القطاع الخاص، وأنه ليس من حق الحكومة استخدام أموال دافعي الضرائب لإنقاذ الشركات الخاصة التي كسب مدراءها من وراء جشعهم وتمورهم أموالاً طائلة.³ في هذا السياق، لوحظ تراجع كل من الاستهلاك والاستثمار في السنة الأولى والثانية من بداية العمل بالخطة نتيجة زيادة الإنفاق الحكومي الذي مول من طرح سندات التي زاحمت القطاع الخاص في الحصول على التمويل في الأسواق المالية (أثر المزاحمة).⁴ تماشياً مع تخفيض سعر الفائدة على الأموال الفدرالية إلى مستويات تكاد تكون صفرية ووصول الإنتاج والتضخم والعمالة إلى مستويات خطيرة، أقر الكونغرس في سنة 2009 قانون الإنعاش الذي سمح بأكبر توسع مالي في التاريخ الاقتصادي للولايات المتحدة مع عجز متوقع بأرقام مضاعفة، وقد تبعتها في ذلك كثير من الحكومات.⁵

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص 103.

² ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، المرجع السابق، ص 59.

³ عبد المجيد قدي، المرجع السابق، ص 15.

⁴ عطا بن المسعود وبوثلجة عبد الناصر، المرجع السابق، ص 28.

⁵ Gauti B. Eggertsson, What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates? NBER Macroeconomics Annual 2010, Volume 25, National Bureau of Economic Research, May 2011, pp. 59, 60.

ب- الجهود الأوروبية: مع تطور الأزمة وبروز تداعياتها على القارة الأوروبية ابتداء من أكتوبر 2008 تحركت الدول الأوروبية عبر خطط إنقاذ أحادية على نفس نسق الخطة الأمريكية لاحتواء التداعيات، والحفاظ على استقرار الأنظمة المالية فيها.¹ سمح الفدرالي الاحتياطي بتخصيص مبلغ غير مسبوق من احتياطياته بقيمة 120 مليار دولار في خطوط مقايضة (Swap-Lines)،² وهي ترتيبات مؤقتة للعمليات التبادلية مع أربع أسواق ناشئة³ والاقتصادات المهمة من الناحية النظامية بشكل مستعجل، وهي البنك المركزي للمكسيك، كوريا الجنوبية البرازيل، وسنغافورة بقيمة تصل إلى 30 مليار دولار لكل منها، وهي الأسواق التي تعتبر البنوك الأمريكية أكثر عرضة لها. أعلن عن الترتيبات في 29 أكتوبر 2008 وحتى 30 أبريل 2009، حيث جرى تصميمها للمساعدة في تحسين ظروف السيولة في الأسواق المالية العالمية وتخفيف انتشار الصعوبات في الحصول على تمويل بالدولار في اقتصادات اعتبرت سليمة ومدارة بشكل جيدة.

تعمل السيولة الدولية التي توفرها التسهيلات الجديدة على توفير تأمين ذاتي للتدفقات المالية الأجنبية المودعة في بنوك الدول النامية وتجنب تصفية الاستثمارات فيها، وقد سبق هذه التسهيلات ترخيص لجنة السوق المفتوحة الفدرالية (FOMC) بترتيبات عملات متبادلة مؤقتة مع عشرة بنوك مركزية أخرى.⁴ توفر التسهيلات في شكل خطوط مقايضة سيولة بالدولار لأنظمتها المصرفية للمساهمة في دعم الاحتياطات الدولية للدول المستفيدة في مواجهة الاضطرابات المالية بما يهدئ من مخاوف المستثمرين من انخفاض قيمة العملة ونفاد الودائع المحلية حيث تعزز هذه الاحتياطات من قدرة البنوك المركزية على أداء دور الملاذ الأخير والتخفيف من الضغط على البنوك، وتوفر مجالاً واسعاً وأريحية أكثر للتدخل لتجنب ظروف السوق غير المنظمة وامتصاص ضغوطات سعر الصرف.⁵ إضافة إلى الترتيبات الأمريكية الرامية إلى مساعدة الدول الأوروبية على التصدي للقلبات الحادة في الأسواق المالية من خلال تجاوز شح للسيولة بما يعود بالإيجاب على البنوك الأوروبية والأمريكية، قامت الدول الأوروبية فرادى

¹ Michael D.Bordo, op. cit, pp. 12, 13.

² Joshua Aizenman, op. cit, p 13.

³ الأسواق التي تم تصنيفها على أنها أسواق ناشئة وعددها 27 سوق، إما في مؤشر (FTSE Global Equity Index) أو مؤشر (Morgan Stanley Emerging Market Index) أو بواسطة الايكونوميست.

⁴ Joshua Aizenman & Gurnain Kaur Pasricha, Selective Swap Arrangements and the Global Financial Crisis : Analysis and interpretation, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14821, March 2009, pp. 01-08.

⁵ Maurice Obstfeld & Others, Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap lines in the Panic of 2008, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14826, March 2009, p 02.

بوضع خطط لإعادة الثقة إلى أنظمتها المالية بما يساهم في استقرار أسواقها المالية وإعادة ضخ التمويل إلى شركات القطاع الحقيقي، ومن أهم الخطط الأوروبية:

- **الخططة البريطانية:** أبقى بنك إنجلترا حتى منتصف سنة 2007 على نافذة الخصم مفتوحة ولكن بمعدل غرامات، ومع تسارع وتيرة سحب الودائع من بنك نورثرن روك (Northern Rock) ارتفعت وتيرة ضخ السيولة من بنك إنجلترا الذي أعلن عن ضمان كامل لجميع ودائع البنك.¹ خصصت الحكومة في بريطانيا 37 مليار جنيه إسترليني (يعادل 63,3 مليار دولار) في شكل صندوق يخصص لتأمين عدد من البنوك البريطانية المتعثرة من خلال شراء أسهمها مقابل أصولها المتعثرة. لإنقاذ البنوك المتهاوية وتوفير السيولة الكافية لها، اشترطت وزارة الخزانة على البنوك إقراض أصحاب المنازل والشركات الصغيرة بنفس المستوى الذي كان سائدا في سنة 2007، الحد من الرواتب والمكافآت التي كان يحصل عليها مديريها، كما تم تعيين ممثلين للحكومة في مجالس إدارات البنوك لتعزيز الرقابة الحكومية عليها.² لزيادة انسيابية السيولة في الاقتصاد البريطاني، قررت الحكومة ضمان القروض ما بين البنوك بحد أقصى 321 مليار يورو، مع تخصيص 256 مليار يورو كسيولة إضافية.

وسعت الحكومة البريطانية مجال تدخلاتها إلى البنوك والشركات الأيسلندية العاملة في بريطانيا، وذلك بالحجز على أصولها وأموالها لحماية مدخرات البريطانيين. مع انهيار النظام المالي الأيسلندي وإفلاس البنك المركزي فيها وتعرض مدخرات البريطانيين للخطر، قررت الحكومة البريطانية ضمان ودائع البريطانيين في البنوك الأيسلندية إلى جانب الودائع في البنوك البريطانية بحد أقصى 50 ألف جنيه إسترليني (حوالي 90 ألف دولار) و100 ألف جنيه للحسابات المشتركة. لتثبيت استقرار النظام البنكي البريطاني، قامت الحكومة البريطانية في العديد من المناسبات بشراء الكميات المتبقية من أسهم البنوك الكبرى المطروحة للاكتتاب في الأسواق المالية. لإنعاش الاقتصاد البريطاني أكثر، أعلنت الحكومة البريطانية في نوفمبر 2008 عن خطة أخرى بقيمة 20 مليار جنيه إسترليني (30 مليار دولار) وتخفيض ضريبة القيمة المضافة من 17,5 إلى 15% صالحة إلى نهاية سنة 2009، على أن تعوض خسائر المالية العامة بسبب التخفيضات الضريبية بالرفع من ضريبة الدخل من 40 إلى 45% على الدخل

¹ Michael D.Bordo, op. cit, pp. 12, 13.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص114.

السنوية التي تتجاوز 150 ألف جنيه.¹ في نوفمبر 2009، رفع بنك أنجلترا من حجم برنامج شراء الأصول بمقدار 25 مليار جنيه إستراتيجي إلى 200 مليار جنيه بسبب نقص الموارد.²

- **الخطة الفرنسية:** أعلنت الحكومة الفرنسية عن تأسيس صندوقين لمساعدة البنوك على مجابهة تداعيات الأزمة وإنهاء أزمة الثقة في الأسواق، حيث يهدف الصندوق الأول (بقيمة 320 مليار يورو) إلى تقديم ضمانات للقروض المشتركة بين البنوك على مدار خمس سنوات، فيما يهدف الصندوق الثاني (بقيمة 40 مليار يورو) إلى إعادة هيكلة رؤوس أموال وشراء الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة بشراء أسهمها.³ بادرت الحكومة الفرنسية كذلك بتأسيس صندوق سيادي يوجه لمساعدة الشركات الإستراتيجية للتغلب على الصعوبات المالية، وفي نهاية نوفمبر 2008 تم إطلاق خطة جديدة بقيمة 26 مليار يورو لمساعدة الشركات الناشطة في قطاع الإسكان وصناعة السيارات.

- **الخطة الألمانية:** أعلنت الحكومة الألمانية عن خطة إنقاذ مالية بقيمة 500 مليار يورو تصب في صندوق سيادي يوجه لإعادة الاستقرار إلى الأسواق المالية حتى نهاية سنة 2009، حيث خصص منه 400 مليار لضمان القروض المصرفية فيما خصص الباقي (100 مليار) لإعادة رزمة البنوك المتعثرة.

- **الخطة الإسبانية:** التزمت الحكومة الإسبانية من خلال قانون تم سنه بضمان ديون البنوك حتى نهاية سنة 2009 بحد أقصى 100 مليار يورو، كما أعلنت عن إمكانية شراء أسهم المؤسسات المتعثرة التي تطلب مساعدة الحكومة.

- **الإجراءات الدانمركية:** تضمنت الإجراءات الدانمركية مجموعة إجراءات تهدف إلى تأمين وضمان أموال المودعين لدى البنوك الدانمركية.

- **الإجراءات النيوزيلندية:** لتعزيز الثقة في نظامها المالي، أعلنت الحكومة النيوزيلندية عن استعدادها لضمان ودائع المودعين في جميع البنوك والمؤسسات المالية.⁴

- **الإجراءات الأيسلندية:** أقدمت الحكومة على شراء أكبر ثلاثة بنوك أيسلندية، إلا أن ذلك لم يفلح في وقف الاضطرابات في سوقها المالي الذي أغلق. بلغت ديون البنوك الثلاث الكبرى في الدولة، وهي كاوتيهينغ

¹ عبد المجيد قدي، المرجع السابق، ص16.

² Fiscal Affairs, Monetary and Capital Markets, and Research Departments, Exiting from Crisis Intervention Policies, International Monetary Fund, February 4, 2010, p 38.

³ المرجع اعلاه، ص16.

⁴ إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع السابق، ص114.

ولاندزيانكي وجليتنيز، ما قيمته 62 مليار دولار دفعته إلى إعلان عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، ما أجبر الحكومة على تأميمها والسيطرة على معظم النظام البنكي.

ت- الجهود الآسيوية:

- جهود كوريا الجنوبية: قام البنك المركزي في كوريا الجنوبية بخفض سعر الفائدة من 5,25 إلى 5%¹ فيما سجلت الاحتياطات الأجنبية انخفاضا بقيمة 60 مليار دولار في نصف عام، أي بانخفاض قدرة 25%. في الواقع، كانت الاحتياطات الكورية مفتاح حزمة الإنقاذ التي كشفت عنها في النصف الثاني من عام 2008 وكان الجزء المركزي من الحزمة هو ضمان حكومي لديون البنوك بقيمة 100 مليار دولار لمدة ثلاث سنوات، وهو المبلغ الذي يكفي لتغطية الديون الخارجية للبنوك الكورية.²

- الجهود اليابانية: قام بنك اليابان المركزي بضخ سيولة بقيمة 40,3 مليار دولار في سوق طوكيو المالي، وبذلك يكون البنك قد ضخ ما قيمته 249,2 مليار دولار في النظام المالي منذ انفجار الأزمة المالية.³

- الخطة الصينية: خلافا للاقتصادات الكبرى في العالم، لم تتأثر الصين مباشرة بالأزمة المالية العالمية، فقد استمر اقتصادها في تسجيل معدلات نمو كبيرة نظرا لعدم تورط نظامها المالي في قروض الرهن العقاري الأمريكية، ويرجع الفضل في ذلك إلى حرص السلطات النقدية الصينية على توظيف فوائدها المالية الضخمة في سندات حكومية آمنة فيما ترك للنظام المالي التكفل بالشأن الداخلي. على الرغم من ذلك، أولت السلطات الصينية أهمية بالغة بالطلب المحلي، فبادر مجلس الوزراء في نوفمبر 2008 إلى إقرار خطة للتحفيز الاقتصادي تتضمن إنفاق استثماري حكومي بمبلغ أربع تريليون يوان (576 مليار دولار) يشمل زيادة الاستثمار في مشاريع النقل والبنية التحتية الريفية، بناء مساكن في الأرياف والابتكار التقني، إلى جانب الرعاية الصحية والتعليم لتنشيط الطلب الداخلي وتعويض تراجع الصادرات. خلال سنة 2009، أعلنت الحكومة عن خطة أخرى لإنفاق 124 مليار دولار لثلاث سنوات لإنشاء نظام رعاية صحية شامل من خلال الاستثمار في بناء المستشفيات العمومية، برامج تدريب الأطباء في الأرياف، وتنمية مجالات شتى كالإسكان والبنية التحتية الريفية وشبكات النقل. تحتفظ الصين بمعدلات ادخار عالية، ولذلك أجرت السلطات الصينية عدة تخفيضات في أسعار الفائدة بغرض تحفيز الصينيين على تخفيض ميوهم الادخارية، وزيادة الطلب الاستهلاكي المحلي، ودعم الاقتصاد المحلي.

¹ محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد حميس، المرجع السابق، ص 68.

² Joshua Aizenman, op. cit, p 11.

³ المرجع اعلاه، ص 68.

لتنشيط الصادرات، قامت السلطات في الصين بإلغاء معدل العلاوة على تأمين الصادرات ترتب عليه ارتفاع تأمين اعتمادات التصدير إلى 90 مليار دولار، كما تم تأسيس نظام ضمان تمويل التصدير الذي ساهم في رفع القروض الموجهة لتلك المؤسسات لنزقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وعقدت الحكومة عدة اتفاقات تجارة حرة مع دول نامية لتنويع أسواق التصدير.¹ على خلاف الدول الليبرالية كالولايات المتحدة، تتدخل الصين في أوجه النشاطات الاقتصادية من خلال الشركات المملوكة للدولة التي تشارك بشكل دائم في أنشطة متعددة وبذلك مارست الحكومة الصينية تأثيرا كبيرا على الأنشطة الصناعية والتجارية.²

على إثر التدخلات الحثيثة، عرفت الميزانيات العمومية للبنوك المركزية توسعا غير مسبوق بقيت عند مستويات مرتفعة لفترة مقارنة بفترة ما قبل الأزمة. مع مرور الوقت وتحسن الوضعية المالية للبنوك والمؤسسات المالية، قامت بعض البنوك المركزية في الدول المتقدمة بإلغاء بعض تسهيلات التدخل، كما أكمل الفدرالي الاحتياطي برنامج شراء سندات الخزنة بقيمة 300 مليون دولار في أكتوبر 2009، وقام بإلغاء وتعليق بعض برامج الائتمان والسيولة مع انخفاض الطلب عليها، وأعلن عن تشديد شروط التسهيلات الدائمة من خلال تخفيض الحد الأقصى لاستحقاق التسهيل الائتماني الأساسي من 90 يوم إلى 28 يوم اعتبارا من جانفي 2010 (كان قبل الأزمة لليلة واحدة). مع اتجاه ترتيبات المقايضة إلى أن تصبح غير نشطة إلى حد كبير، أشار الفدرالي الاحتياطي إلى انتهاء صلاحية خطوط المبادلة في 1 فيفري 2010، فبلغ المخزون غير المسدد منها والمسحوبة من بنوك مركزية 33 مليار دولار مع نهاية أكتوبر 2009 مقارنة بالذروة (582 مليار دولار في ديسمبر 2008). في الوقت نفسه، بدأ البنك المركزي الأوروبي في إنهاء عملياته غير المعيارية (مثل عمليات إعادة التمويل طوية الأجل لمدة 12 شهرا)، وأعلن عن تشديد معايير أهلية الضمانات للأوراق المالية المدعومة بأصول بحلول مارس 2010. كذلك، أعلن بنك اليابان انتهاء صلاحية التسهيلات الخاصة لدعم تمويل الشركات وأسواق الأوراق المالية بحلول نهاية مارس 2010 مع تضائل مخاطر أزمة السيولة، وقام بتقديم تسهيلات جديدة لتخفيض معدلات سوق النقد على المدى الطويل استجابة لاستقرار الاقتصاد الهش واستمرار تقلب سوق الصرف الأجنبي.

مقارنة مع الدول المتقدمة، كان للدول الناشئة عددا أقل من إجراءات التدخل في الأزمة مما يعكس بشكل عام حالة الأسواق المحلية الأقل تعرضا للضغط، فقد تركزت التدابير على تسهيل صرف العملات الأجنبية

¹Sebastian Dullien & Others, The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries, UNCTAD, December 2010, p 133.

² Xiaoming Xu & Yanyan Yan, Does Government Investment Crowd Out Private Investment in China ?, journal of Economic Policy reform, Vol 17, N°1, 2014, pp. 01-05.

الذي من شأنه أن يخفف طبيعياً مع تحسن ظروف السيولة الأجنبية. علاوة على التدخلات السابقة، قامت البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية بإدخال تخفيضات على أسعار الفائدة إلى مستويات صفرية وأعلن بعضها عن استمرارها لفنزة طويلة، بينما أشار البعض الآخر إلى أن السياسة النقدية لن يتم تقييدها إلا بعد تحسن بيئة الاقتصاد الكلي وارتفاع توقعات التضخم¹، بالتزامن مع استهداف التضخم للحفاظ على استقرار أسعار الصرف والأسعار بعد موجة ارتفاع أسعار المواد الأولية والطاقة.² أما البنوك المركزية في الدول الناشئة فبادرت بتخفيض أسعار الفائدة، وتيسير السياسة النقدية.

استخدمت البنوك المركزية مجموعة واسعة من الأدوات لضخ السيولة ودعم الوساطة المالية وتشجيع الائتمان، وقامت البنوك المركزية خلال الأزمة بتغيير حجم وتكوين ومدة ميزانيتها العمومية لتناسب مع أهداف السياسة النقدية، حيث أشير إليها بسياسات الميزانيات العمومية أو التدابير غير التقليدية التي تطورت ونمت مع تفاقم الوضع الاقتصادي.

موازة مع التدابير النقدية، كان للتدابير المالية نصيباً هاماً من تدابير إنقاذ النظام المالي. بادرت الدول المتقدمة إجمالاً بتحفيزات مؤقتة في شكل زيادة الإنفاق على مشاريع استثمارية، تخفيضات ضريبية لمرة وحدة وتدابير ضريبية تم إدخالها لتكون دائمة. كان لتمديد الدعم المالي المعلن للمؤسسات المالية نصيب من حزم التحفيز المالية من خلال الضمانات الصريحة، فتم تقديم ضمانات الدين من الحكومات في المرحلة الأولى من الأزمة للحد من المخاوف بشأن مخاطر الطرف المقابل وتسهيل الوصول إلى تمويل السوق، ورفعت الديون المضمونة في بعض الدول كآسزاليا وأيرلندا إلى 1% من الناتج المحلي في الشهر، حيث تباطؤ استخدام الضمانات مع تحسن إمكانية الوصول إلى الأسواق. أما الدعم الرأسمالي الذي اتخذ شكل إعادة الرملة، فقد وصل في دول مجموعة العشرين إلى حوالي 0,6% من الناتج المحلي الإجمالي في أبريل 2009، ووصل في بعض اقتصادات منطقة اليورو إلى 5% من الناتج المحلي الإجمالي، حيث عرف بدوره تباطؤاً مع بداية استقرار النظام المالي وقيام البنوك بإعادة شراء أسهمها وأصولها من الحكومات. كان نصيب التدابير الدائمة أعلى في الدول المتقدمة منه في الدول الصاعدة التي ارتفعت حصة إنفاقها على البنية التحتية في شكل حزم التحفيز (النصف، مقابل الخمس في الدول المتقدمة)، وقد شكلت التدابير المؤقتة جزءاً صغيراً من التدابير الدائمة.³

¹ Fiscal Affairs, op. cit, pp. 15, 16, 19.

² Irineu De Carvalho Filho, Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/45, February 2010, pp. 03, 04.

³ Fiscal Affairs, op. cit, pp. 15, 16, 19, 20, 26.

ث- جهود الدول العربية: نتيجة لغياب التنسيق بين الدول العربية، اعتمدت كل مجموعة منها إجراءات أحادية¹ اختلفت حسب طبيعة ودرجة الانفتاح المالي والاقتصادي لكل دولة. في سياق تناول معالجات الدول العربية لتداعيات الأزمة المالية، يمكن تصنيف الدول العربية إلى ثلاث مجموعات:

- المجموعة الأولى والتي تضم دول مجلس التعاون الخليجي ذات الأنظمة المالية والتجارية المنفتحة، فقد كانت درجة انكشافها على المؤثرات الخارجية أكبر، ولذلك سجلت الأسواق المالية المحلية خسائر وتراجعت الأسعار، وحققت مؤشرات أداء البنوك فيها تراجعا حادا بدأ مع انهيار بنك ليمان بروذرز. للتصدي لتبعات الأزمة، نفذت السلطات في تلك الدول إجراءات سريعة لدعم صلابة النظام البنكي بتقديم أموال لرفع رأس مال البنوك، توفير التسهيلات والقروض للبنوك العاملة فيها، إضافة إلى تعزيز السيولة في البنوك بتخفيض نسب الاحتياطي الإلزامي. توسعت قطر في دعم أصول مصارفها المحلية بشراء المحافظ الاستثمارية لدى البنوك التي انخفضت قيمتها، أما السعودية فسعت إلى تنشيط اقتصادها ومواجهة تراجع أسعار النفط من خلال اعتماد مخطط استثماري بقيمة 400 مليار دولار عبارة عن استثمارات في مشاريع البنية التحتية خلال خمس سنوات أسوة بباقي دول المجلس.

- المجموعة الثانية والتي تضم دول نفطية ذات درجة انفتاح متوسطة ونظامها المالي منغلق وغير مرتبط بالنظام المالي العالمي، وتضم الجزائر والسودان وليبيا واليمن. لم تتأثر البنوك العاملة في تلك الدول بالأزمة المالية، إلا أن تهاوي أسعار النفط وانخفاض حصة إنتاجها قد مارس أثره على اقتصاداتها التي سجل النشاط الاقتصادي فيها ركودا. لتحفيز الطلب المحلي وتنشيط الاقتصاد، رفعت تلك الدول من إنفاقها العام على مشاريع البنية التحتية مستخدمة في ذلك الفوائض النفطية التي حصلت عليها خلال سنوات سبقت الأزمة.

- أما المجموعة الثالثة والتي تضم دول عربية غير نفطية (الأردن، تونس، سورية، لبنان، مصر، المغرب وموريتانيا) يعتمد نظامها المالي على موارد الإقراض المحلي، فقد بقيت معاملاتها السلعية والخدمية والرأسمالية رهينة أسواق الدول المتقدمة وبظروف الطلب فيها. لذلك، أدت الاضطرابات في أسواق الدول المتقدمة إلى تراجع طلب الأخيرة على صادرات دول المجموعة كما تراجعت عائدات الخدمات فيها، وهو ما أدى إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وتراجع الطلب المحلي على القروض تزامنا مع انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي إليها. تحركت السلطات في دول المجموعة باتخاذ إجراءات استعجالية باستخدام أدوات السياسة النقدية والمالية. ففي مجال السياسة المالية، تم زيادة الإنفاق العام في مشاريع البنية التحتية والتعليم وتم تقديم الدعم للقطاع الخاص، وقدمت

¹ صندوق النقد العربي، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية، المرجع السابق، ص 12.

ضمانات إضافية للصادرات. أما فيما يخص السياسة النقدية، فقد تراوحت بين تخفيض أسعار الفائدة، توفير السيولة النقدية، خفض نسبة الاحتياطي النقدي، إضافة إلى تأمين وضممان الودائع المصرفية.¹

ثانيا: جهود صندوق النقد الدولي: عقب الاضطرابات الحادة التي خيمت على الأسواق المالية والتي انتقل عداؤها إلى دول كثيرة، أعلن الصندوق عن استعداده لتطويع سياساته وتكريس جهوده وموارده المالية وإمكاناته التقنية لمساعدة الدول على مواجهة تداعيات الأزمة والتحكم بها، وبدأ في تكثيف مشاوراته وتوسيعها إلى أطراف متعددة² لتحديد مكامن الضعف والمخاطر ومعالجة الاختلالات العالمية.³ تركز عمل الصندوق في سنة 2008 على تهدئة الأسواق المالية المضطربة بإعلانه عن تقديم قروض ورفع وتيرتها مع أواخر سنة 2008 مع تفعيل آلية التمويل العاجل، وقد ترافقت تلك الإجراءات مع تركيز الصندوق في رقابته الثنائية والمتعددة الأطراف لرصد المخاطر المالية التي تتربص بالأسواق المالية وتهدد استقرارها وسلامتها. نظرا لمحدودية موارده مقارنة بالحاجات التمويلية للدول الأعضاء للتصدي للأزمة، كثف الصندوق من مساعيه لتعزيز مصادر التمويل أسفرت عن انتزاع تعهدات من دول بتقديم الدعم المالي، وكذا التزامات من دول العشرين في أبريل 2009 بزيادة موارد الصندوق المتاحة للإقراض بثلاثة أضعاف.⁴

مع حلول سبتمبر 2008، كانت الأزمة المالية قد أخذت منحى خطيرا مع إفلاس بنك ليمان بروذرز حيث ارتفعت حدتها وتوسع مدى انتشارها لتأخذ أبعادا عالمية مع فقدان الثقة في كثير من الاقتصادات، ارتفاع مفاجئ في مخاطر الطرف المقابل، وركود حاد في النشاط الاقتصادي. وعليه، شهدت كثير من الدول توقف التدفقات الرأسمالية وشلل الأنظمة المالية فجأة وظهور مشاكل في ميزان المدفوعات،⁵ دفعت الصندوق إلى الاستجابة بسرعة لطلبات سبع دول ضمن آلية التمويل العاجل⁶ مع أواخر سنة 2008 وبداية سنة 2009

¹ جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيرها على اقتصادات الدول العربية، صندوق النقد العربي، 2011 ص06.

² استحدثت المشاورات متعددة الأطراف في سنة 2007 لتمكين الدول أو الكيانات التي تضم مجموعة من الدول من تعزيز التعاون ومعالجة القضايا المشتركة.

³ Atish R.Ghosh & Others, Coping with the Crisis : Policy Options for Emerging Market Countries, IMF Staff Position Note International Monetary Fund, April 23, 2009, pp. 03-24.

⁴ صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2009، المرجع السابق، ص08.

⁵ International Monetary Fund, Crisis Program Review, November 9, 2015, op. cit, p 10.

⁶ منذ استحداثها في سنة 1995، استخدمت آلية التمويل العاجل في خمس حالات فقط قبل الأزمة العالمية 2008، وهي أزمة جنوب شرق آسيا في سنة 1997، والأزمة الزكية في سنة 2001. أما في سنة 2009، فقد استفادت من الآلية سبعة دول هي أرمينيا وجورجيا وهنغاريا وأيسلندا ولاتفيا وباكستان وأوكرانيا.

فبلغت في سنة 2009 قيمة القروض 30,5 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، وهو رقم يقارب نصف الاتفاقات المعتمدة بشروط غير ميسرة في إطار التسهيلات الأساسية والتي بلغت 65,77 مليار من وحدات حقوق السحب الخاصة استفادت منها 15 دولة. كذلك، أعطى الصندوق موافقته على تقديم قروض بشروط ميسرة أو زيادات في الموارد المتاحة لاتفاقات قائمة لفائدة 26 بلد بقيمة إجمالية 1,1 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، حيث أن الموافقة على قيمة تلك القروض في فترة قصيرة تعد سابقة في تاريخ الصندوق. إدراكا منه لمحدودية موارده المالية، أطلق الصندوق مشاوراته الداخلية والخارجية ثنائية ومتعددة الأطراف لإيجاد بدائل لرفع القدرة الإقراضية للصندوق، واتفق المدراء التنفيذيون على الاقتراض من القطاع الرسمي بدل زيادة الحصص التي يستغرق إقرارها وقتا طويلا لا يكون في صالح الصندوق.¹

توجت جهود الصندوق في أبريل 2009 بموافقة قمة مجموعة العشرين في لندن في 2 أبريل واللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية على إقرار زيادة ضخمة وفورية في موارد الصندوق المتاحة للإقراض من خلال التمويل المباشر من الدول الأعضاء بمبلغ 250 مليار دولار أمريكي، على أن تعقبها زيادة أخرى بثلاث إضعاف من خلال المساهمات الثنائية من الدول الأعضاء ثم عن طريق الاتفاقات الجديدة للاقتراض في صيغتها الموسعة مع دول ومؤسسات لتوفير موارد إضافية. صادقت دول القمة على ضخ سيولة إضافية في الاقتصاد العالمي بتخصيص 500 مليار دولار في هذه الاتفاقات تضاف إلى 50 مليار دولار التي شاركت فيها 26 دولة عضو والمؤسسات التابعة لها إلى غاية سنة 2009.²

إضافة إلى ترتيبات الاقتراض الثنائية، ولتعزيز قدرات الصندوق، أقر المجلس التنفيذي في الفاتح من شهر جويلية 2009 الإطار الذي ينظم إصدار السندات للبلدان الأعضاء وبنوكها المركزية، حيث تحسب قيمة السندات على أساس وحدة حقوق السحب الخاصة بأجل استحقاق أصلي لمدة 3 أشهر إلى 5 سنوات قابلة للتמיד بحد أقصى ثلاث سنوات، وذلك تماشيا مع الحد الأقصى لأجل استحقاق قروض الصندوق في ظل اتفاقات الاستعداد الائتماني واتفاقات خط الائتمان المرن بسعر فائدة ربع سنوي حسب متوسط سعر الفائدة على حقوق السحب الخاصة في ربع السنة الفارطة. بموجب الاتفاق، يجوز للبلدان توقيع اتفاقات شراء على أن يتم إصدار السندات القابلة للتداول في القطاع الرسمي على عكس سندات البنك الدولي المتداولة في الأسواق

¹ صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2009، المرجع السابق، ص 08.

² نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، 6 جويلية 2009.

الخاصة التي تضم البلدان الأعضاء وبنوكها المركزية وبعض الكيانات متعددة الأطراف كبنوك التنمية الإقليمية وذلك عند الحاجة للحصول على موارد إضافية.¹

جاء تصويت الكونغرس الأمريكي في 16 جوان 2009 ثم مجلس الشيوخ في 18 جوان على قانون الاعتمادات التكميلية لسنة 2009 ليرفع مساهمة الولايات المتحدة في صندوق النقد الدولي إلى 75 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (حصة تصويتية بنسبة 16,77%)، والتي تعادل 100 مليار دولار لدعم موارد الصندوق وتعزيز نظام حوكمته وعملياته. باعتماد القانون، تحصل الإدارة الأمريكية على الصلاحية لزيادة التمويل المتاح للصندوق، إصلاح حوكمة الصندوق من خلال إصلاح تمثيل البلدان في الصندوق وتعديل نظام الحصص والموافقة على التعديل الرابع لتخصيص حقوق السحب الخاصة بما يعادل 33 مليار دولار تشمل جميع الدول الأعضاء، لتصبح الأصول الاحتياطية التي خصصها الصندوق من حقوق السحب الخاصة 161,2 مليار. على نحو مستقل، دعمت اليابان موارد الصندوق بخط ائتمان قيمته 100 مليار دولار، وتم عقد اتفاقات ثنائية مع النرويج وكندا بقيمة 4,5 و 10 مليار دولار على التوالي، كما تعهدت دول أخرى بدعم الصندوق على غرار دول الاتحاد الأوروبي (75 مليار يورو والتي تعادل حوالي 100 مليار دولار) وسويسرا (10 مليار دولار).²

استمرت مساعي الصندوق خلال سنة 2010 في دعم تعافي الاقتصاد العالمي بعد فتره 2009-08 غير مسبوقه دخل فيها الاقتصاد العالمي في أعظم فتره ركود منذ الحرب العالمية الثانية اتهارت معه الأسواق المالية وتراجعت التجارة وارتفعت معدلات البطالة، ما شكل تهديدا خطيرا لاستمرار النظام المالي العالمي القائم. لذلك ركز الصندوق جهوده في سنة 2010 على توسيع موارده الإقراضية لتوفير السيولة للدول الأعضاء واستمرار كفايتها، فقام بعقد خمس عشر اتفاق اقتراض ثنائي مع عدد من الدول الأعضاء واتفاقات شراء سندات بقيمة إجمالية تعادل 174 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (270,3 مليار دولار). مكنت تلك الموارد الإضافية الصندوق من التوسع في تقديم القروض، فتم عقد 14 اتفاق تمويل غير ميسر بقيمة 72,2 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، وبلغت القروض في إطار التمويل الميسر 5,1 مليار حقوق سحب خاصة استفادت منها 63 دولة منخفضة الدخل، وقد جرى ذلك بالتزامن مع إدخال إصلاح شامل على إطار الإقراض الميسر (تعزيز الدعم المقدم من الصندوق) وغير الميسر بشروط أكثر يسرا. لضخ المزيد من السيولة في النظام الاقتصادي الدولي، أيد

¹ صندوق النقد الدولي، إدارة العلاقات الخارجية، بيان صحفي رقم 09/248، 1 جويلية 2009.

² نشرة صندوق النقد الدولي الالكترونية، 18 جوان 2009.

الصندوق إجراء توزيع حوالي 161,2 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، وهو التوزيع العام الثالث الذي يقوم به الصندوق منذ استحداث ذلك النوع من الاحتياطات الدولية.¹

خلال الفترة 2010-09، أدخل الصندوق خط الائتمان المرن والخط الائتماني الوقائي بشروط ميسرة للبلدان منخفضة الدخل التي تتمتع بالأسس والسياسات الاقتصادية القوية، وأطر مالية مؤسسية ومؤسسات قوية مع تحديث أطر الشريطة لتتواءم مع قوة الأسس، تعزيز مرونة اتفاق الاستعداد الائتماني التقليدي، تيسير شروط الإقراض، مضاعفة الحدود القصوى الاعتيادية للاستفادة من موارد الصندوق، تبسيط هياكل تكلفة القروض واستحقاقها، وإلغاء بعض التسهيلات التي نادرا ما تستخدم.² إضافة إلى الخططين السابقين، أدخل الصندوق في سنة 2009 ثلاث تسهيلات تستهدف مساعدة الدول منخفضة الدخل، هي:

- التسهيل الائتماني الممدد لمساعدة الدول التي تمر بمشكلات عميقة في ميزان المدفوعات؛
- التسهيل الاستعدادي الائتماني لتوفير التمويل للتكيف مع عوارض قصيرة الأجل والصدمات؛
- التسهيل الائتماني السريع للدول التي تواجه ظروفًا خاصة بفوائد صفرية إلى غاية نهاية ديسمبر 2018 على الأقل، على أن تراجع كل سنتين بعد هذا التاريخ.

علاوة على التسهيلات التمويلية، دعم الصندوق الأدوات غير المالية القائمة لمساعدة الدول منخفضة الدخل، وأهمها أداة دعم السياسات لتقديم المشورة ودعم الصندوق دون اتفاق على الاقتراض للمساعدة على تصميم برامج اقتصادية كلية فعالة تساعد على كسب تأييد الصندوق للسياسات الكلية المتبعة في الدول.³ بلغ عدد التزتيبات الممولة من حساب الموارد العامة للصندوق خلال الفترة 2015-08 ما عدده 32 ترتيب استفاد منها 27 دولة بقيمة 420 مليار وحدة حقوق سحب خاصة ساعدت على تسهيل عملية التعديلات، مواجهة الأزمة وأثارها وانخفاض الإنتاج، الحد من حدة الاختلالات، المساعدة على استقرار الأنظمة المالية، تخفيض العجز المالي لخفض نسبة الدين العام على المدى المتوسط إلى أقل من العتبة الحرجة، مساعدة الاقتصادات الناشئة والصغيرة على التعامل مع الانكماش الحاد في التدفقات التجارية والتمويلية التي أعقبت صدمة إفلاس بنك ليمان بروذرز، دعم الإصلاحات، واستعادة ثقة المستثمرين.⁴ من أجل تقوية أنشطته الرقابية وتعزيز فعاليتها وشفافيتها، بدأ الصندوق بالتعاون مع مجلس الاستقرار المالي منذ سنة 2009 بإجراء عملية تحيين

¹ International Monetary Fund, Crisis Program Review, op. cit, p 19.

² صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2009، المرجع السابق، ص 11.

³ <https://www.imf.org/external/arabic/np/exr/consult/2017/licsfacs/pdf/bgrdnote-lic.pdf/> 03-12-2019.

⁴ International Monetary Fund, Crisis Program Review, op. cit, pp. 01-04.

نصف سنوية للإنذار المبكر بالربط بين القطاع المالي والحقيقي من خلال القيام بأعمال التحليلات، جمع المعلومات عن الأسواق، معرفة آراء الخبراء، ومشاركة الأطراف الفاعلة في الأسواق والأكاديميين والسلطات، وذلك لاستشراف الأزمات ومعالجتها.¹

أدرك الصندوق أهمية المساعدة الفنية في تقوية الاقتصاد العالمي وزيادة استقراره من خلال دورها في بناء القدرات، وتصميم وتنفيذ سياسات اقتصادية كلية ومالية ونقدية وهيكلية. ركز الصندوق في سنة 2009 على تنفيذ إصلاحات هامة لتكييف مساعداته التقنية وتعزيزها ورفع فعاليتها تماشياً مع الإصلاحات التي اعتمدها المجلس التنفيذي في ماي 2008، فتركزت الإصلاحات على رفع درجة التكامل بين مساعداته الفنية وعملياته الرقابية والإشرافية لتكون المساعدة الفنية على درجة كبيرة من الاتساق مع احتياجات الدول الأعضاء وذات مرونة كبيرة في الاستجابة للتغيرات في ترتيب الأولويات. في سبيل تدبير موارد جديدة للمساعدة التقنية، عزز الصندوق من شراكته مع المانحين، فعقد المجلس التنفيذي للصندوق اجتماعات كثيرة مع منظمات ومؤسسات دولية؛ كالبنك الدولي ومجلس الاستقرار العالمي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، كما اجتمع مع ممثلي صناديق الثروة السيادية في الفترة أبريل-ماي 2008 في واشنطن.

من أجل دعم مساعداته الفنية المتخصصة، شرع الصندوق في أبريل 2009 في إنشاء عدد من الصناديق الائتمانية الموضوعية التي تشمل جوانب السياسات الاقتصادية لخدمة أعضائه بطريقة أفضل وأكثر فعالية وخاصة الدول النامية والدول منخفضة الدخل، حيث تقوم الصناديق على تجميع موارد المانحين لخدمة الدول الأعضاء في مواضيع متخصصة تكمل عمل مراكز المساعدة الفنية المتخصصة.² خلال سنة 2010، ركز الصندوق على المساندة الوقائية والتدابير الاستباقية للاستجابة السريعة والمرنة للحاجات العاجلة للحكومات، وكثف الصندوق من مساعداته الفنية في عدد من المجالات الهامة لمجابهة الأزمة، احتواء تداعياتها، والوصول إلى التعافي في أقصر مدة وتكاليف أقل، حيث استفادت منها 140 دولة أغلبها (85%) دول منخفضة الدخل.³

إضافة إلى جهود صندوق النقد الدولي، عقدت قمم عالمية عديدة تمخض عنها مجموعة من التعهدات

بضخ سيولة وإدخال إصلاحات اقتصادية ومالية هامة لاستعادة استقرار الاقتصاد العالمي، أهمها:

- القمة الأوروبية بباريس في 4 أكتوبر 2008؛⁴

¹ صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2010، ص 20.

² صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، 2009، المرجع السابق، ص ص 53-60.

³ صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، 2010، المرجع اعلاه، ص ص 33-38.

⁴ عدنان السيد حسين، قضايا دولية: الأزمة العالمية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع مجد، لبنان، 2010، ص 46.

- قمة وزراء مالية الاتحاد الأوروبي في لكسمبورغ في 7 أكتوبر 2008؛
- قمة وزراء مالية مجموعة الدول الصناعية السبع في واشنطن في 10 أكتوبر 2008؛
- قمة مجموعة اليورو في باريس في 12 أكتوبر 2008؛
- القمة الأوروبية بروكسل في 15 أكتوبر 2008؛
- القمة الأوروبية الأمريكية في واشنطن في 18 أكتوبر 2008؛
- القمة الأوروبية الآسيوية بيكين في 24 أكتوبر 2008¹؛
- قمة وزراء مالية ومحافظي البنوك المركزية لمجموعة دول العشرين في ساو باولو في 9 نوفمبر 2008؛
- قمة مجموعة دول العشرين في واشنطن في 15 نوفمبر 2008²؛
- قمة مجموعة الدول العشرين في لندن في 2 أبريل 2009³؛
- قمة مجموعة الدول العشرين في سيول في 11-12 نوفمبر 2010⁴.

¹ ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، المرجع السابق، ص 77.

² عدنان السيد حسين، المرجع السابق، ص 47.

³ ضياء مجيد الموسوي، المرجع اعلاه، ص 114.

⁴ عمر يجياوي، المرجع السابق، ص 40-43.

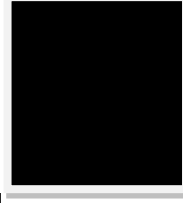
خلاصة الفصل الثالث

كشفت أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 عن اختلالات متعددة وخطيرة تأصلت في عمل الأنظمة المالية للدول المتأزمة لفترة طويلة. أدى تبني الدول المتأثرة بالأزمات نهج التحرير المالي المفرط في ظل ضعف أو تساهل أجهزة الرقابة من أجل استقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال لرفع سيولة الأسواق إلى تفشي ممارسات سلبية من جانب البنوك التي توسعت في إقراضها دون احتزام الضوابط السليمة والأمانة. فسحت بيئة التحرير المالي المفرط المجال لازدهار أعمال المضاربة وانتشار الأدوات المالية المشتقة مستفيدة من السيولة المتدفقة، ما أدى إلى تضخيم حجم القطاع المالي وبعض الأنشطة غير المنتجة على حساب الأنشطة الحقيقية المنتجة، فعمق ضعف الارتباط بينهما الذي فوت الفرصة للاستفادة من مزايا القطاع الحقيقي، فأصبحت قيمة المعاملات المالية تضاهي أضعاف حجم وقيمة العمليات التي تتم في القطاع الحقيقي.

تحت نشوة تدفق السيولة ووفرهما في غياب الإشراف والرقابة وأحيانا بتشجيع منها، عرفت الأدوات المالية المشتقة إقبالا كبيرا، حيث لعب ضعف الإشراف والرقابة عليها دورا رئيسيا في تحريف تلك الأدوات عن هدفها والمتمثل في التحوط من المخاطر لتصبح أحد الأدوات المستخدمة في المضاربات في الأسواق المالية التي ضخمت من حجم القطاع المالي، همشت القطاع الحقيقي، وأسهمت في توسيع دائرة القطاعات والدول المتأثرة بالأزمة فأدت دورا أكبر في الأزمة المالية العالمية 2008 مقارنة بأزمة جنوب شرق آسيا 1997 التي اعتمدت دولها في سبيل غلق فجوة الادخار المحلي على البنوك التي لجأت إلى الاقتراض من مصادر تمويل خارجية قصيرة الأجل بعملات أجنبية لتمويل طلبات التمويل المحلية بأجال طويلة الأجل بسبب ضيق الأسواق المالية. بسبب ضعف أجهزة الرقابة والإشراف وقلة خبرة الأنظمة المالية في التعامل مع التحرير المالي، تسربت السيولة إلى أنشطة غير منتجة وخطرة، كما عرفت الميزانيات العمومية للمشروعات والبنوك اختلالات خطيرة زادت من هشاشة الأنظمة المالية والاقتصادية أمام الصدمات الخارجية والداخلية.

بمجرد وقوع الأزمات الماليتين، ظهر جليا حجم المجازفات والاختلالات التي كانت في إدارة المؤسسات المالية علاوة على غياب أجهزة فعالة للإنذار المبكر عن الأزمات المالية، فكانت الاستجابة سريعة بعد الكشف عن صعوبات خطيرة واجهتها كبرى المؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية. تحركت الدول فرادى وجماعيا (إقليميا ودوليا) لمجابهة الأزمة وإنقاذ ما تبقى من مؤسسات مالية واقتصادية لإعادة الثقة في الأنظمة المالية والاقتصادية المتأزمة، وإعادة الاستقرار إلى الاقتصادات المحلية والاقتصاد الدولي من خلال ضخ سيولة كبيرة والتعهد بإدخال إصلاحات عميقة على الأنظمة المالية ومحاربة الممارسات السيئة والانحرافات فيها بما يمكن القطاع المالي من تجاوز الأزمة، وأن يستعيد دوره مجددا في تمويل الأنشطة الحقيقية المنتجة، وإعادة تنشيط الاقتصادات الراكدة بفعل الأزمة وزيادة صلابتها.

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



الفصل الرابع

الدراسة القياسية للعلاقة السببية
بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي



تمهيد

لقد تم التطرق في الفصول السابقة إلى أهم الأسباب التي كانت وراء الأزميتين الماليين؛ أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008؛ حيث اتضح أن السنوات التي سبقت اندلاع الأزميتين تميزت باختلال العلاقة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، بحيث بلغت قيمة المعاملات في القطاع المالي أضعاف تلك التي في القطاع الحقيقي، وأصبح القطاع المالي ينشط وينمو بعيدا عن مجريات وأحداث القطاع الحقيقي، وهو ما يتعارض مع النظريات والأدبيات الاقتصادية التي ترى أن دور القطاع المالي يتمثل في خدمة القطاع الحقيقي، أي تابعا له يزيد حجمه بزيادة حجم القطاع الحقيقي. ينظر للقطاع الحقيقي على أنه مولد الثروة ومصدر الإنتاج فيما يقتصر دور القطاع المالي في جمع الموارد المالية وتوجيهها لتمويل المشاريع الإنتاجية بطريقة مباشرة وغير مباشرة، وتسهيل عملية التبادل، والإسهام في زيادة النشاط الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية. أدى ضعف الارتباط بين القطاعين إلى إحداث آثارا سلبية عليهما، فساء توزيع الثروة ونمت المديونية بشكل خطير وتوسع التعامل بالتوريق وأسيء التعامل بالمشتقات المالية، فاجتاح الاقتصاد موجات من التقلبات العنيفة توجت بظهور أزمات مالية، وتفاقت خسائر القطاع الحقيقي فيما انفجرت كبرى مؤسسات القطاع المالي مما استدعى تدخل الحكومات بحزم سياسات اقتصادية (نقدية، مالية، وتجارية) والمؤسسات النقدية الدولية لتحفيز القطاع الحقيقي وإعادة التوازن إلى الاقتصاد.

سنحاول في هذا الفصل الأخير البحث في العلاقة التي ميزت القطاع المالي والقطاع الحقيقي خلال سنوات عديدة سبقت الأزميتين، من خلال نمذجة العلاقات بين السياسات الاقتصادية الثلاث التي عادة ما تتدخل بها الدول لإرجاع التوازن إلى الاقتصاد ومعالجة أسباب الاختلال من خلال ربط القطاع المالي بالقطاع الحقيقي، بحيث يكون نمو القطاع المالي معبرا عن نمو القطاع الحقيقي. لتحقيق ذلك، سيتم تقسيم الفصل إلى أربعة مباحث هي:

- المبحث الأول: وفيه سيتم تعيين أو توصيف النموذج؛
- المبحث الثاني: وفيه سيتم إجراء اختبارات الكشف عن المشاكل القياسية؛
- المبحث الثالث: فسيخصص لاختبارات استقرار أو سكون السلاسل الزمنية؛
- المبحث الرابع: فسيتم فيه القيام باختبارات التكامل المشترك والسببية.

المبحث الأول: مرحلة تعيين أو توصيف النموذج

يقصد بتعيين أو توصيف النموذج صياغة العلاقات الاقتصادية في شكل معادلة أو معادلات رياضية حتى يصبح بالإمكان قياسها باستخدام الطرق القياسية.¹ تعتبر مرحلة تعيين أو توصيف النموذج أهم وأصعب مراحل بناء النموذج القياسي وأصعبها، نظرا لما تتطلبه من قرار لتحديد المتغيرات التي تدخل في تكوين النموذج المقترح لتفسير الظاهرة أو استبعاد تلك التي قد لا تؤثر في الظاهرة. للوصول إلى بناء نموذج قياسي يحدد العلاقة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي ويستطيع اجتياز الاختبارات القياسية بنجاح ويكون خالي من المشاكل القياسية ويحقق أهم أهداف الاقتصاد القياسي، يتعين أن يجتاز النموذج المقترح أربع مراحل، يمكن توضيحها فيما يلي:

المطلب الأول: تحديد متغيرات النموذج

تعتمد عملية تحديد متغيرات النموذج أو استبعادها على عدة مصادر أهمها النظرية الاقتصادية، حيث يشترط أن تتوفر في النموذج خلفية اقتصادية يبنى عليها قرار قبول النموذج القياسي أو رفضه، فيرفض النموذج الذي لا يحقق شروط النظرية الاقتصادية، كما يمكن الاستعانة بالدراسات التجريبية السابقة في مجال الدراسة. اعتمادا على ما تم التطرق إليه في الفصول السابقة، تحدث الأزمة نتيجة حدوث اختلال حاد في المؤشرات الاقتصادية، حيث أن هذا الاختلال يظهر نتيجة تقلبات في العرض والطلب بفعل عوامل تدفع إلى الانحراف بعيدا عن مستوى التوازن بينهما وفقا لنظرية المعدل الطبيعي (The Natural Rate Theory) التي وضعها فريدمان. يدفع هذا الانحراف عادة السلطات في الدول إلى التدخل لاستعادة وضع التوازن في القطاع الحقيقي عن طريق سياسات اقتصادية متنوعة بين النقدية والمالية والتجارية. وعليه، سيضمن النموذج القياسي المقترح علاقة التوازن ومختلف السياسات التي تتدخل بها السلطات لاستعادة التوازن.

الفرع الأول: المتغيرات التفسيرية

سنعتمد في تحديد متغيرات النموذج التفسيرية على السياسات الاقتصادية التي تتدخل بها الدول لاستعادة التوازن في الاقتصاد. وفقا للنظرية والأدبيات الاقتصادية، تتكون السياسات الاقتصادية التي تتاح

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005 ص16.

للسلطات عادة من مزيج من السياسات النقدية والمالية والتجارية التي تستهدف تحفيز العرض الكلي. تتدخل السلطات النقدية في الحياة الاقتصادية بواسطة مجموع القرارات التي تتخذها للتحكم في العرض النقدي بواسطة الوسائل الكثيرة المتاحة التي تستهدف التأثير على الأهداف التشغيلية والوسيلة التي تختارها السلطات النقدية.¹ يبقى الطلب الكلي ومن ثم العرض الكلي خاضعا للتغيرات في عرض النقود، فالتغيرات في رصيد عرض النقود -حسب افتراض نموذج الدخل القومي لفريدمان- هي العامل الأساسي المتسبب في حركات الطلب الكلي وحركات الدخل النقدي² فغاية أي سياسة نقدية قد يتبناها أي بنك مركزي هي تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، والمتمثلة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والتوازنات الداخلية والخارجية ومعالجة الإختلالات والأزمات التي تبعد الاقتصاد عن مستوى التوازن المستهدف من خلال التحكم في العرض النقدي بواسطة أدوات مختلفة.³

تدفع السياسات النقدية التوسعية عادة الناتج بعيدا عن مستوى التوازن أو المعدل الطبيعي، فكل زيادة في عرض النقود ستحفز الطلب الكلي الذي يؤدي بدوره إلى إحداث تغيرات في الناتج والدخل القومي من خلال أثر الاستثمار، فزيادة عرض النقود تؤدي إلى وجود فائض عرض في سوق النقود الذي يتسبب في انخفاض سعر الفائدة الذي يؤدي بدوره إلى زيادة مستوى الاستثمار من جهة⁴، وارتفاع الأسعار التي تشجع المنتجين على زيادة الإنتاج ومن ثم ارتفاع الدخل القومي من جهة أخرى.⁵ في هذا الصدد، تشير الدلائل على مجموعة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في الفترة 2002-2005 أن الفترات التي تنخفض فيها أسعار الفائدة قصيرة الأجل نتيجة زيادة عرض النقود إلى مستويات تقل عن ما تنص عليه قاعدة تايلور تسجل فيها أسعار الأصول الحقيقية ارتفاعا،⁶ ما يرفع الناتج والدخل القومي (مضاعف الاستثمار). في حالة تبي

¹ خالد عيجولي و ياسين الطيب، السياسات الاقتصادية في ظل عولة الأسواق المالية، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، المجلد 05، العدد 01، 2014، ص ص 30، 31.

² سامي خليل، المرجع السابق، ص ص 857، 858.

³ بوشنب موسى، فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية في الجزائر 2000-2013، مجلة معارف جامعة البويرة، الجزائر، العدد 19، ديسمبر 2015، ص 93.

⁴ ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية: التحليل الاقتصادي الكلي، المرجع السابق، ص 20.

⁵ الطاهر جليط والعيد قريشي، أثر مقاييس عرض النقد على معدلات التضخم في الجزائر: دراسة قياسية للفترة 1990-2017، مجلة الإستراتيجية والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مستغانم، الجزائر، العدد 03 مكرر (الجزء الأول)، 2019، ص 17.

⁶ Rudiger Ahrend & Others "Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil" OECD Economics Department Working Papers N°597, 2008, p 05.

سياسة نقدية انكماشية قوامها انكماش عرض النقود، فالنتيجة وفق نموذج IS/LM ستكون ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وتراجع الاستثمار ومن ثم الناتج والدخل القوميين.¹ تجدر الإشارة إلى أن افتراضات فريدمان ومعه النقديون في تحديد الناتج (نظرية المعدل الطبيعي) وتأثير السياسة النقدية تقوم على فرض السياسة اللاتدخلية.

تعتمد فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية بصفة أساسية على القطاع المالي، فتحقيق الاستقرار الاقتصادي وزيادة معدل النمو الاقتصادي للقضاء على الاختلال لا يمكن تحقيقه إلا في وجود نظام مالي متطور قادر على الاستجابة لاحتياجات مؤسسات القطاع الحقيقي من الائتمان والخدمات المرافقة. يجعل خضوع النظام المالي وخاصة البنوك، لتأثير وسيطرة البنك المركزي بشكل كبير من الأخير يمارس رقابته على القاعدة النقدية (الاحتياطات والقروض المحلية)، وبالتالي العرض النقدي من خلال أدوات كمية وأخرى كيفية،² أو حتى بتعليمات مباشرة من البنك المركزي³ تستهدف البنوك في خصومها (تكوين الودائع المتعدد Multiple Deposit Creation) ومن ثم أصولها، وبالتالي العرض النقدي.⁴ في نموذج النمو النيوكلاسيكي يلعب النظام المالي دورا إيجابيا في الحفاظ على مستوى ثابت من النمو بفضل قدرته على حشد المدخرات التي تعتبر المحدد الرئيسي للاستثمارات وتراكم رأس المال، حيث كلما ارتفعت المدخرات لدى النظام المالي كلما تراجعت أسعار الفائدة، وهو ما أيدته نظريات النمو الحديثة التي رأت أن ارتفاع رأس المال المادي من شأنه أن يرفع من الإنتاجية، كما جعلت للنظام المالي أهمية جوهرية في ديمومة ذلك بفضل قدرته على جمع المعلومات وتقييم الاستثمارات البديلة ومراقبة وغرلة المقترضين للتأكد من استعمال القروض وبالتالي العرض من النقود بفعالية في استثمارات منتجة وغير خطيرة، وهو ما يسهم في تحسين إدارة المشاريع ويرفع من إنتاجيتها.⁵

¹ علي ذهب، آليات انتقال اثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، مجلة البحوث والدراسات، جامعة الوادي، الجزائر العدد 24، صيف 2017، ص 275.

² تتمثل الأدوات الكمية في السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي الإجمالي وسعر إعادة الخصم، أما الأدوات الكيفية فتتمثل في هامش القروض المضمونة بسندات، الائتمان الاستهلاكي، تغيير شروط الاحتياطي القانوني، الودائع المشروطة، نسبة دنيا للسيولة فرض أسعار تفاضلية لإعادة الخصم، اشتراط الحصول على موافقة البنك المركزي، والتميز في معدلات الفائدة.

³ محمد الأمين وليد طالب، المرجع السابق، ص ص 104 - 112.

⁴ Zakaria Belogbi, Adaption du Modèle Macroéconométrique de Haque et Alii à L'Economie Algérienne, Thèse pour L'Obtention du Diplôme de Doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université D'Alger, Algérie, 2004/2005, p 180.

⁵ Panicos Demetriades, op. cit, pp. 01-05.

تقاس فعالية أداء أي سياسة نقدية في رفع كفاءة النظام المصرفي على استقطاب العملة المتداولة في شكل ودائع وتحويلها مع الاحتياطات الموجودة إلى قروض لتمويل الاستثمارات المنتجة في القطاع الحقيقي ومن ثم تسريع معدل النمو،¹ وبذلك فههدف القطاع المالي هو خدمة القطاع الحقيقي. في هذا الصدد، جاءت نظرية المؤسسات المالية الوسيطة لتؤكد على أهمية النقود باعتبارها أصل مسيطر، واعتبرت أن البنوك أكثر المؤسسات المالية الوسيطة سيطرة وأبرزها نشاطا داخل النظام المالي، فقيامها بقبول الودائع يعطيها دورا كبيرا في خلق النقود، وبالتالي فإنها تحتل أهمية بالغة في إدارة السياسة النقدية والنمو الاقتصادي.² تعتبر البنوك المحفز على الاستثمار والنمو في المستقبل من خلال قدرتها على تحديد وتمويل الاستثمار المنتج إضافة إلى الخدمات التي تفوق ما تقدمه باقي المؤسسات المالية الأخرى والأسواق المالية،³ كما أن وجود شبكة من البنوك القوية من شأنها أن تساعد على تعزيز معدلات الادخار وزيادة حجم الودائع لدى النظام المالي مما يحسن من فعالية إدارة السياسة النقدية.⁴ كذلك يؤدي أي ضعف أو هشاشة في عمل البنوك بالضرورة إلى اضطراب النظام المالي ككل، وظهور الأزمات المالية التي تؤدي إلى حدوث اضطرابات خطيرة في القطاع الحقيقي أو تهدد بالتسبب في حدوثها.⁵ وعليه، يعتمد الاستقرار المالي اللازم لتحسين الأداء الاقتصادي على وجود بنوك مستقرة خالية من مظاهر الضعف والهشاشة تستطيع توزيع الموارد بشكل فعال.⁶

في هذا السياق، تطرقت العديد من الدراسات إلى أهمية العرض النقدي كعامل محدد للنمو الاقتصادي حيث كشفت دراسة النتائج التجريبية لدراسة "مامان وهاشم" (Mamman & Hashim, 2013) على نيجيريا، والتي استخدمت المجموع النقدي من M2 كمتغير مستقل ممثل لتطور النظام المالي، عن تأثير هام للاتمان المصرفي، الذي يحتل مكانة هامة في العرض النقدي، على القطاع الحقيقي في نيجيريا، وهو ما يوحي أن أداء القطاع الحقيقي يتأثر بشكل كبير بالعرض النقدي.

¹ فضيل رايس، تحولات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر العدد 10، 2012، ص 76.

² سامي خليل، المرجع السابق، ص ص 966-968.

³ Ross Levine & Sara Zervos, Stock Markets, Banks, and Economic Growth, The American Economic Review, Vol 88, N° 3, June 1998, p 537.

⁴ Jayanth R. Varma, Asian Crisis and Finance Theory, The Journal of Indian Institute of Management, Ahmedabad, October-December 1998, <http://www.iimahd.ernet.in/vikalpa/02-10-2018>, p 33.

⁵ محمد الأمين وليد طالب، المرجع السابق، ص 127.

⁶ المرجع اعلاه، ص ص 125-131.

على الرغم من التأثير الكبير للسياسة النقدية على الطلب الكلي وبالتالي العرض الكلي، غير أن الواقع والخبرات التاريخية تشير إلى محدودية تأثير السياسة النقدية لوحدها، فواقع الحال وتراكم التجارب دفعت بكيينز إلى إضافة تأثير السياسة المالية التوسعية في الدفع بالطلب والعرض الكلي بعيدا عن المستوى التوازني اللازم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، فعدم استقرار القطاع الخاص هو ما جعل الكينزيون يلحون على تأثير السياسة المالية سواء في تحقيق الاستقرار أو الاختلال. وعليه، تمارس السياسة المالية تأثيرا كبيرا على الطلب الكلي، حيث يؤدي الإنفاق الحكومي إلى زيادة الطلب الكلي، وبالتالي ارتفاع الناتج والدخل القوميين¹. أيد الاقتصادي "ألفين هانسن" (Alvin Hansen) تحليلات كينز، حيث نادى بتدخل الدولة بسياسات مالية نشطة للتأثير على العرض الكلي من خلال تحفيز الطلب الكلي².

يؤدي ارتفاع الطلب الكلي إلى ارتفاع الطلب على النقود الذي يدفع بأسعار الفائدة إلى الارتفاع ومن ثم انخفاض حجم الاستثمار الخاص، الأمر الذي يجعل من تدخل السياسة النقدية هاما للحفاظ على التوازن من خلال إدخال تغييرات في العرض النقدي وتجنب ارتفاع أسعار الفائدة وما تخلفه من آثار سلبية على الاستثمار حيث تبرز أهمية المزج بين السياستين المالية-النقدية للحفاظ على مستوى طلب يحقق التوازن بين العرض والطلب الكلي. ولذلك، فأى تغيير في السياستين في اتجاه متعارض ومتصادم من شأنه أن يتسبب في اختلال المستوى التوازني ونشر حالة من عدم اليقين بشأن النتائج المتوقعة³. تزداد أهمية المزج بين السياستين في الأوقات التي ترتفع فيها الأسعار وتظهر الفقاعات نظرا لما تشكله من خطورة على الاستقرار الاقتصادي والمالي، حيث تستجيب فيها السياسة النقدية (رغم افتراضات استقلالية البنك المركزي) لآثار السياسة المالية للمحافظة على استقرار الطلب الكلي وبالتالي التوازن العام، وهو ما خرجت به الدراسة التي قام بها "أهريند وآخرون" (Ahrend & Others, 2006) على 25 دولة من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال 25 سنة التي سبقت سنة 2006⁴.

¹ ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية: التحليل الاقتصادي الكلي، المرجع السابق، ص 287-312.

² بن عزة محمد وشليل عبد اللطيف، آثار برامج الإنفاق العام على النمو الاقتصادي: تحليل إحصائي لآثار برامج الإنفاق الاستثماري على النمو الاقتصادي في الجزائر، المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، جامعة المدية، الجزائر، المجلد 5، العدد 01، 2014، ص 65.

³ ضياء مجيد الموسوي، المرجع اعلاه، ص 287-312.

⁴ Rudiger Ahrend & Others "Interactions between Monetary and Fiscal Policy" OECD Economics Department Working Papers N°521, 2006, p 30.

في هذا الصدد، أشارت كثير من الدراسات التجريبية إلى الأثر الإيجابي للإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي من خلال دور البنية التحتية في تحسين الإنتاجية الكلية وتحفيز الإنتاج الاقتصادي على المدى القصير والطويل¹، حيث قد يحمل هذا النوع من المشاريع مخاطر كبيرة ولا يعطي مردود مقبول في فترة مقبولة نسبياً رغم أهميته، وهو ما يقع على كاهل الحكومات.² لا يتوقف الأمر عند الإنفاق على البنية التحتية، فدراسات قياسية كثيرة أشارت إلى التأثير الإيجابي للإنفاق الحكومي على تكوين رأس المال البشري من خدمات تعليمية وصحية على نمو الناتج المحلي الإجمالي في عدة دول³، ومن أهم الدراسات في هذا السياق نموذج "بارو" (Barro-1990)⁴، الذي يرى أن النشاطات الحكومية هي مصدر النمو الداخلي من خلال المشتريات الحكومية من القطاع الخاص التي تستخدمها في عرض خدماتها العامة على القطاع الخاص بالجمان أو بسعر رمزي لا يغطي تكلفتها، ما يحفز المؤسسات على الاستثمار وزيادة معدل النمو. كذلك، أشارت نماذج الخدمات العامة العديدة إلى دور الخدمات العامة⁵ كأحد العناصر المؤثرة في النمو، وإلى العلاقة بين حجم الحكومة مقاساً بنسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى أعمال اقتصاديين كثير⁶. أما إليكسيو (2009)، فأشار في معرض دراسته على سبعة دول من أوروبا الشرقية في الفترة 1995-2005 إلى دور الإنفاق الحكومي في تكوين رأس المال في التأثير الإيجابي على النمو الاقتصادي.⁷

¹ محمد مدياني و كمال محلي، الإنفاق العام في البنى التحتية والنمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة معهد العلوم الاقتصادية (مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، المجلد 21 العدد 01 2018، ص ص 26-42.

² خالد عيجولي وياسين الطيب، المرجع السابق، ص 32.

³ العياطي جهيدة و بن عزة محمد، الإنفاق الحكومي والنمو الاقتصادي.. علاقة ترابط أم انفصال في الاقتصاد الجزائري في الاقتصاد الجزائري (مقاربة قياسية وتحليلية للعلاقة السببية بين مكونات الإنفاق العام والنمو الاقتصادي في الجزائر)، مجلة البحوث والدراسات التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجلفة، الجزائر، العدد 03، مارس 2018، ص ص 126-128.

⁴ يعرف نموذج "بارو" بنموذج النمو الذاتي أو النمو من الداخل "Endogenous Growth Model"

⁵ أهم نماذج الخدمات العامة هي: نموذج السلع العامة للخدمات الحكومية المنتجة (The Public Goods Model of Productive Government Services) ونموذج التكس للخدمات الحكومية المنتجة (The Congestion Model of Productive Government Service).

⁶ بن عزة محمد وشليل عبد اللطيف، المرجع السابق، ص ص 67-69.

⁷ القيني عز الدين، أثر الإنفاق العام على النمو الاقتصادي في الاقتصاد الدائري: تطبيق نموذج بارو للفترة 2001-2011 مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة حميس مليانة، الجزائر، المجلد 01، العدد 14، 2016، ص 286.

علاوة على السياستين النقدية والمالية، تمارس كل من السياسة التجارية والدين العام الخارجي تأثيرهما على الطلب الكلي، فأى تغير في الصادرات ينتج عنه تغير في الناتج المحلي من خلال تغير الاستثمار. فمن جهة يؤدي زيادة حجم الصادرات إلى زيادة الناتج القومي وزيادة ربحية قطاع التصدير وتكوين فجوة موارد مالية تعمل على زيادة الاستثمار، ومن جهة أخرى يعمل ارتفاع أسعار الصادرات مقارنة بأسعار الواردات على تحسين حالة ميزان الحساب الجاري، والذي يعتبر مؤشر مشجع على زيادة الاستثمار.¹ لذلك، ومع موجة الانفتاح والتحرير المالي والاقتصادي السائدة حالياً، أصبحت كل توجهات الدول تصب في اتجاه تشجيع الصادرات من خلال استخدام الأدوات غير الكمية والمتمثلة في التعريفات الجمركية بصفة رئيسية. غير أن فعالية السياسات الاقتصادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ومعالجة الاختلالات الطارئة والمهيكلية بما يؤدي إلى إقلاع اقتصادي قد لا تتحقق في ظل محدودية الموارد المحلية وعجز المدخرات المحلية عن تمويل الفرص الاستثمارية المحلية، الأمر الذي يدفع الدول إلى اللجوء إلى الموارد الخارجية بالاستدانة بآجال مختلفة. وعليه، يمارس الدين العام الخارجي تأثير على الناتج المحلي الإجمالي، حيث أشارت دراسات تحليلية وقياسية كثيرة إلى وجود علاقة قوية بين الدين الخارجي والنمو الاقتصادي سواء بالإيجاب أو السلب في المدى القصير والطويل.² تلجأ عادة الدول إلى الاقتراض الخارجي لتدعيم الموارد المحلية وغلق فجوة الادخار، مواجهة مشاكل السيولة وتدني الدخل القومي، تراجع الاستثمارات وهروبها أحياناً لمواجهة الأزمات الخارجية وارتفاع أسعار الفائدة، واحتلال موازين المدفوعات³، أي تحقيق التوازن الداخلي والخارجي في إطار سياستها لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

تتحرى الحكومات توجيه حصيلة الديون الخارجية إلى تمويل الاستثمارات المنتجة والناجعة حتى تستطيع خدمة أعباء المديونية وتجنب أي صعوبات في خدمة المديونية الأمر الذي يرفع من الطلب الكلي،⁴

¹ حازم بدر الخطيب، أهمية الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية وانعكاساتها ودورها في دعم المشاريع الصغيرة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 04، جوان 2006، ص ص 107-108.

² قحايرية آمال، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، المجلد 02، العدد 03، ديسمبر 2005، ص ص 140-142.

³ بن كاملة محمد عبد العزيز، المديونية الخارجية وإستراتيجية التنمية المالية للاقتصاديات الناشئة: سياسات وانعكاسات، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، العدد 06، ماي 2012، ص ص 74، 75.

⁴ عيساني العارم و محمد ناصر ثابت، اثر المديونية الخارجية على النمو الاقتصادي: دراسة تحليلية قياسية لحالة الجزائر (2000-2005)، مجلة الحوار المتوسطي، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر، المجلد 10، العدد 1، مارس 2019، ص ص 323-325.

خاصة وأن عملية التمويل من خلال التمويل الكامل بالضرائب عادة ما يشوبها التعقيد ومعرضة للرفض وتدخلها صعوبات في التحصيل ما يفرض أعباء إضافية، كما تؤدي إلى تشوهات في قرارات التخصيص بين فترات زمنية محددة نتيجة اختلاف معدلات الضرائب بين فترات زمنية مختلفة (الانتعاش والركود)، وهو ما يحث المتعاملين على إعادة توزيع قرارات الإنتاج والإنفاق مع مرور الوقت¹.

الفرع الثاني: المتغير التابع

يعتبر الاستثمار العامل الرئيسي المحدد لمستوى الناتج المحلي الإجمالي والمستوى نصيب الفرد من الناتج. وفقا لافتراضات النموذج النيوكلاسيكي، يؤدي زيادة الاستثمار إلى فترة انتقالية من زيادة نمو الإنتاج، وعند عودة الناتج المحلي إلى معدل الحالة الثابت يكون مخزون رأس المال والإنتاج قد ارتفع إلى مستويات يكون فيها المعدل الجديد للاستثمار الإجمالي كافيا للحفاظ على نسبة ثابتة لرأس المال إلى العمالة بالإضافة إلى مبلغ لتغطية الامتلاك الطبيعي². أما نموذج النمو الذي اقترحه "سولو" (Solow) في سنة 1956، فيلعب فيه الاستثمار (تراكم رأس المال) الدور المحوري باعتباره متغير عامل الإنتاج (الداخلي) الوحيد، حيث تطابق النموذج مع النتائج التطبيقية لتجارب النمو، كدول جنوب شرق آسيا التي ظهرت فيها أهمية رأس المال في نمو الناتج وجاءت مساهمته بحوالي أربع أضعاف مجموع مساهمة إنتاجية باقي العوامل (TFP)³. اتفقت النتائج السابقة مع نظريات ونماذج النمو الداخلي (The Endogenous Growth Theories/Models) التي افترضت بأن الإنتاج يتغير تناسيبا مع حجم رأس المال، حيث كشفت كثير من الدراسات التجريبية عن العلاقة بين النمو والاستثمار التي جاءت جد قوية وعالية المعنوية⁴.

يلعب مضاعف الاستثمار دورا في تفسير الدورات الاقتصادية بين رواج وكساد، فطبقا للوصايا الكينزية فإن التقلبات في الاستثمار تؤدي إلى تقلبات في الناتج، فزيادة الاستثمار هي العلاج في فترات الركود نظرا لدوره في زيادة الناتج، وبذلك تحدث المواءمة في القطاع الحقيقي. يساهم الاستثمار من خلال دوره في زيادة الإنتاج

¹ Peter J. Montiel, Debt Management and Macroeconomic Stability, ECES Conference on "Fiscal Sustainability and Public Expenditures in Egypt", Egypt, October 19-20, 2003, pp. 04-06.

² Andrea Bassanini & Others, op. cit, p 11.

³ أحمد الكواز، نموذج سولو، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.

⁴ Sanghoon Ahn & Philip Hemmings, Policy Influences on Economic Growth in OECD Countries: An Evaluation of the Evidence, OECD Economics Department Working Paper N°246, 2000, pp. 07-19.

في تغطية الطلب وتحقيق التوازن في السوق.¹ علاوة على ذلك، تقوم نظرية المعجل (The Accelerator Theory) على افتراض أن الزيادة في الإنتاج تتطلب من المستثمرين زيادة استثمارهم لمواكبة الطلب، أي التوسع في رصيد رأس المال كما أن الزيادة في الإنتاج هي أهم عامل محفز على زيادة الاستثمار، فمعدل الإنفاق الاستثماري يتوقف على التغيرات الجارية أو المتوقع لها في المستقبل في مستوى الناتج.²

وعليه، يمكن التعبير عن العرض الكلي بالاستثمار، وفقا لدراسة "دايفيس" (Davis, 2010) التي وضعت الاستثمار كمساهم أساسي للناتج وأحد الأسباب الرئيسية للأزمة المالية. أجريت دراسة "دايفيس" على 23 دولة من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لفترة من سنة 1970 إلى غاية سنة 2008، استعانت بالاستثمار كمحدد ومقياس للاقتصاد الحقيقي، أي متغير تابع،³ وقد أكدت نتائج الدراسة أن الاستثمار يظهر تأثيره في المدى الطويل.⁴ كذلك، أكدت نتائج دراسة "باسانيني وآخرون" (Bassanini & Others, 2001)، والتي تمت على 21 دولة من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1971-1998 على أهمية الاستثمار المادي بالنسبة للنمو الاقتصادي، حيث اعتبرت الاستثمار عامل مؤثر ومفسر للإنتاج كما أكدت أهمية كل من الانفتاح التجاري، تطور النظام المالي، والإنفاق الحكومي بالنسبة للنمو الاقتصادي.⁵

تعتبر العلاقة بين الاستثمار والإنتاج شديدة الارتباط حتى في أوقات الأزمات، وهو ما خرجت به الدراسة القياسية لـ "بارو" (Barro, 2001) التي تمت على خمس دول من جنوب شرق آسيا (إندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين وتايلاند) خلال الفترة 1960-2000 أي قبل وبعد أزمة جنوب شرق آسيا، حيث جاءت معلمة الاستثمار (متغير تفسيري) عالية المعنوية وقدرت 0,8، وهو ما يعني أن 80% من التغيرات في الإنتاج صعودا أو نزولا كان مصدرها الاستثمار.⁶

¹ بعلوج بولعيد، معوقات الاستثمار في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 04، جوان 2006، ص 74.

² سامي خليل، نظرية الاقتصاد الكلي، المرجع السابق، ص 1192.

³ E. Philip Davis, op. cit, pp. 26-36.

⁴ حمه عمير وجمال سالمي، اثر مكونات الإنفاق العام على النمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية جامعة تبسة، الجزائر، المجلد 09، العدد 15، 2018، ص 502.

⁵ Andrea Bassanini & Others, op. cit, p 11.

⁶ Robert J. Barro, Economic Growth in East Asia before and after the Financial Crisis, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8330, June 2001, pp. 10, 11.

وبناء على ما ورد أعلاه، يمكن وضع نموذج الدراسة وفق الصيغة التالية:

$$I = f(M, GV, TEX, LD, SD, \varepsilon)$$

حيث:

I : يتمثل في الاستثمار.

M - العرض النقدي. بمفهومه الواسع.

GV - الإنفاق الحكومي.

T - الضرائب المفروضة على الصادرات.

SD - المديونية الخارجية قصيرة الأجل.

LD - المديونية الخارجية طويلة الأجل.

ε - حد الخطأ.

الفرع الثالث: مصادر بيانات النموذج وحدوده المكانية والزمنية

أ- مصادر بيانات النموذج: في سبيل تجنب اختلاف الاعتماد على مصادر مختلفة لبيانات المعلومات التي سيبنى عليها النموذج وما يترتب على ذلك من اختلاف في طريق حسابها وبالتالي الحصول على بيانات غير متناسقة، فضلنا الاعتماد على مصدر واحد ورسمي وموثوق للحصول على البيانات الضرورية في تقدير النموذج والمتمثل في قاعدة بيانات البنك الدولي.

ب- الحدود المكانية والزمنية للنموذج: بعد اختيار النموذج القياسي المقترح لتحليل العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وقبل مباشرة عملية القياس، يتعين تحديد الحدود المكانية والزمنية للنموذج. ارتأينا أن نختار تايلاند كنموذج على اعتبار أنها مهد أزمة جنوب شرق آسيا 1997 وكانت من بين الدول الآسيوية التي تأثرت بتبعات الأزمة المالية العالمية 2008، حيث كانت عملتها أول العملات التي اُهمرت بعد حملة المضاربات عليها في بداية الأزمة الآسيوية نتيجة الاختلالات الكبيرة التي صاحبت الإنجازات الكبيرة المحققة في الاقتصاد التايلاندي، فنموذج التنمية الاقتصادية نجح في الانتقال بالاقتصاد من اقتصاد بدائي ريعي قائم على إنتاج وتصدير موارد أولية طبيعية إلى اقتصاد صناعي تنافسي متنوع وسريع النمو، ساهم في رفع مستوى المعيشة وحظي بإعجاب الدول النامية التي حاولت الاقتداء به ومحاكاته، ومنها الدول العربية ومعها الجزائر. غير أن نموذج النمو لم يستمر فقد تعرض لانتكاسة في سنة 1996 بعد تسجيل تراجع حاد في المؤشرات الاقتصادية ساهمت في زعزعة الثقة في الاقتصاد التايلاندي والاقتصاديات النامية، ثم جاءت الأزمة

المالية العالمية 2008 لتضع الاقتصاد التايلاندي أمام تحديات كبيرة لاستعادة التوازنات الداخلية والخارجية التي تدهورت والخروج من الأزمة واستعادة النشاط بأقل الأضرار. ولذلك، يعتبر نموذج التنمية في تايلاند عينة مثالية للدراسة لاستقصاء العيوب التي من شأنها أن تجنب دول أخرى الوقوع في نفس الأخطاء، وخاصة الجزائر التي تسعى منذ فترة لتحقيق الإنجاز التايلاندي وبناء اقتصاد متنوع يخلصها من التبعية المفرطة للمحروقات التي وضعت الاقتصاد الجزائري تحت ضغوطات. أما فيما تعلق بالمدى الزمني للنموذج، فقد ارتأينا أن نختار الفترة 1972-2010، وهي الفترة التي تتوفر فيها البيانات وتغطي الأزمتين محل الدراسة، كما أنها الفترة التي انطلقت فيها سياسة الإصلاحات الهيكلية والانفتاح الاقتصادي التي شهدت خلالها تايلاند أهم الأحداث.

الفرع الرابع: تقدير النموذج وتحليل النتائج

بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي، وفي إطار الحدود المكانية والزمنية المختارة، جاءت نتائج

تقدير النموذج المحدد سابقا وفق طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) كالتالي:

الجدول رقم (4-1): نتائج تقدير النموذج الأولي

المتغير	المعامل	إحصائية ستودنت	الخطأ المعياري
C	40,71703	0,630136	64,61629
M	-0,131887	-1,025446	0,128615
GV	0,118701	0,553445	0,214477
TEX	0,143720	1,505609	0,095456
SD	0,135816	7,997721	0,016982
LD	0,119377	3,487969	0,034225

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتضح من الجدول أعلاه أن المتغيرات المفسرة لنموذج الانحدار المقدر غير معنوية، ذلك أن قيمة احتمالية هذه المتغيرات وفقا لاختبار ستودنت تفوق مستوى المعنوية 5%، كما أن نصف قيمة معاملات النموذج جاءت أكبر من الخطأ المعياري. وعليه، فجميع معاملات النموذج المقدر غير مقبولة إحصائيا عند مستوى المعنوية 5% الأمر الذي يطرح الشكوك حول صحة توصيف النموذج.

المطلب الثاني: اختبارات جودة توصيف النموذج واختبارات الفروض

الفرع الأول: اختبارات جودة توصيف النموذج

تعتبر مرحلة اختبار جودة توصيف النموذج مرحلة وسيطة بين وضع النموذج القياسي واختبارات الكشف عن المشاكل القياسية. تعد هذه المرحلة على درجة كبيرة من الأهمية، حيث تشمل على مجموعة من الاختبارات التي يهدف من وراءها تعيين الشكل الرياضي للنموذج، وتحديد طريقة القياس الملائمة، إضافة إلى الكشف عن أخطاء التوصيف في النموذج والتعرف على النموذج.

أ- تحديد الشكل الرياضي للنموذج: في سياق التعرف على الشكل الرياضي المناسب للنموذج، تبرز عدة اختبارات أشهرها اختبار "جارك-بيرا" (Jarque-Bera) الذي يقوم باختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية عن طريق بواقي النموذج المقدر (Resid). لاستخدام الاختبار، يتعين حساب إحصائية جارك-بيرا كما يلي:

$$s = \frac{n}{6} \beta_1 + \frac{n}{24} (\beta_2 - 3)^2$$

بعد الحصول على قيمة الإحصائية، يتعين مقارنتها بالقيمة الجدولية لتوزيع $\chi^2_{2,\alpha}$ عند مستوى معنوية 5% على اعتبار أن الإحصائية تتبع توزيع χ^2 من الدرجة (2)، فإذا كانت القيمة الإحصائية أكبر من القيمة الجدولية ($s > \chi^2_{1,\alpha}$) نرفض فرض العدم القائل بأن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي (Normality)، وبالتالي فإن معادلة الانحدار هي من طبيعة خطية، والعكس صحيح.

تعطي نتائج اختبار "جارك-بيرا" النتائج التقديرية التالية:

الجدول رقم (4-2): نتائج اختبار "جارك-بيرا" للتوزيع الطبيعي على النموذج الأولي

إحصائية "جارك-بيرا"	المتغير
5,957091	M
14,77019	GV
4,601705	TEX
9,142332	SD
3,368811	LD
4,609197	IN

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

تشير نتائج اختبار "جارك-بيرا" الواردة في الجدول أعلاه إلى عدم تحقق فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل)، فالقيمة الإحصائية المحسوبة للاختبار لكل من الإنفاق الحكومي والمديونية الخارجية قصيرة الأجل هي أعلى من القيمة الجدولية لإحصائية χ^2 والمقدرة ب 5,99، ما يعني رفض فرض العدم القائل بأن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي. وبالتالي، فإن معادلة الانحدار المقدرة في صورتها الأولية هي من طبيعة غير خطية، الأمر الذي يجعل من استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية يعطي نتائج خاطئة وغير صحيحة كما هو موضح في الجدول رقم (4-1). للتمكن من استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، يتوجب إدخال اللوغاريتم النيبيري على كل متغيرات النموذج وإعادة تقدير معادلة الانحدار حيث تعطي محاولة إعادة التقدير النتائج التالية:

الجدول رقم (4-3): نتائج تقدير النموذج الأولي بعد التصحيح

المتغير	إحصائية جارك-بيرا
LNM	3,274335
LNGV	1,710282
LNTEX	2,784351
LNSD	2,605597
LNLD	5,004481
LNIN	2,279570

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتضح من تقدير النموذج بعد التصحيح وإدخال اللوغاريتم النيبيري على متغيرات النموذج أن القيمة الإحصائية المحسوبة للاختبار "جارك-بيرا" هي أقل من القيمة الجدولية لإحصائية χ^2 بالنسبة لكل المتغيرات، وهو ما يقودنا إلى قبول الفرض العدم القائل بأن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي بعد إدخال اللوغاريتم النيبيري على متغيرات النموذج الأصلي، ما يسمح باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في التقديرات القادمة.

إضافة إلى اختبار "جارك-بيرا"، يمكن الاسترشاد في تحديد الشكل الرياضي للنموذج بمجموع مربعات البواقي التي تصف انحرافات القيم المقدرة عن القيم الحقيقية (على أرض الواقع)، حيث يفضل النموذج الذي

تكون فيه مربعات الانحرافات عند حدها الأدنى، أي التي تجعل الخطأ العشوائي عند حده الأدنى.¹ في هذا الصدد، يعطي استخدام هذه الطريقة بيانات التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-4): نتائج تقدير مربع بواقي التقدير (RSS) في النموذج الأولي والمصحح

النموذج	مجموع مربع البواقي
النموذج الأولي	847552,6
النموذج الأولي المصحح باللوغاريتم	0,684534

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

لاتخاذ القرار بشأن الصيغة الأمثل، سنقوم بمقارنة القيمة المحسوبة ل λ ومقارنتها مع إحصائية كا²

حيث أن:

$$\lambda = \frac{n}{2} \ln \left(\frac{RSS_1}{RSS_2} \right) = 76,633$$

اعتماداً على بيانات الجدول أعلاه، يتبين أن $\lambda > \chi_{1,0,05}$ ، حيث أن مجموع مربعات البواقي

تكون عند حدها الأدنى في النموذج المصحح باللوغاريتم، ما يعني أن النموذج المصحح باللوغاريتم النيبيري هو الأصح.

يوضح الاختبارين السابقين أن الصيغة اللوغاريتمية هي الأمثل، وبذلك يمكن استخدام طريقة المربعات

الصغرى العادية.

ب- التعرف على النموذج المقدر: لا يتوقف اختبار جودة توصيف النموذج وتعيين النموذج عند

تعيين الشكل الرياضي الأمثل للنموذج على الرغم من أهميتها، إذ يتعين التأكد من أن النموذج لا يعاني من نقص في المتغيرات التفسيرية التي تكون قد أسقطت ولها معنوية إحصائية، وذلك حتى يكون النموذج المقدر قد تم توصيفه بطريقة صحيحة يصلح معها لاختبارات المشاكل القياسية. يؤدي زيادة عدد المتغيرات التفسيرية عن الحد اللازم إلى التقليل من دقة المعلمات المقدرة وينقص من درجات الحرية، مما يقلل من قوة الاختبارات التي تتم على المعاملات المقدرة ويزيد من احتمال الوقوع في الخطأ من الدرجة الثانية، والمتمثل في احتمال قبول فرض هو في الحقيقة خاطئ. للتأكد من ذلك، سنستخدم اختبار "رامسي للبواقي" (Ramsey RESET)

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، المرجع السابق، ص ص 131-142.

(Test) للتأكد من أن النموذج لا يحتوي على متغيرات تفسيرية زائدة عن الحاجة (Overfitted) ولا يعاني من نقص في عدد المتغيرات التفسيرية المعنوية (Underfitted)، أي أن النموذج لا يعاني من سوء توصيف (Misspecified) حيث جاءت نتيجة الاختبار لتعطي البيانات التالية:

الجدول رقم (4-5): نتائج اختبار "رامسي للبواقي" (Ramsey RESET Test)

إحصائية فيشر	النموذج
0,2816	النموذج الأولي
0,0092	النموذج الأولي المصحح

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتضح من الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر تفوق مستوى المعنوية 5%، وهو ما يجعلنا نرفض الفرض العدم القائل بأن النموذج تم توصيفه بطريقة صحيحة، وبالتالي توجد مشكلة سوء توصيف النموذج في حالة استخدام الصيغة الأصلية. بعد إدخال اللوغاريتم النيبيري على متغيرات المعادلة، تصبح القيمة المحسوبة لاحتمالية إحصائية فيشر أقل من مستوى المعنوية 5%، وهو ما يجعلنا نقبل الفرض العدم القائل بأن النموذج قد تم توصيفه بطريقة صحيحة بعد إدخال اللوغاريتم النيبيري.

إضافة إلى اختبار جودة التوصيف، يمكن استخدام اختبار "رامسي للبواقي" للحكم على توزيع سلسلة البواقي فارتفاع إحصائية فيشر عن مستوى المعنوية 5% في النموذج الأولي من الجدول أعلاه يجعلنا نرفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بأن سلسلة البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي. بعد إدخال اللوغاريتم النيبيري على متغيرات المعادلة، يتضح من الجدول أعلاه أن إحصائية فيشر تقل عن مستوى المعنوية 5%، الأمر الذي يجعلنا نقبل الفرض العدم القائل بأن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، وبهذا يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في التقدير واعتماد الصيغة اللوغاريتمية.

بعد إجراء الاختبارات السابقة، يمكن تقدير معدلة الانحدار، حيث جاءت النتائج وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (4-6): نتائج تقدير النموذج الثاني بعد التصحيح

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	إحصائية ستودنت	احتمالية فيشر
C	1,137916	0,2755	4,129689	0,0002
LNM	0,074698	0,1679	0,444801	0,6594
LNGV	0,382620	0,1564	2,445190	0,0200
LNTEX	0,-520422	0,1722	-3,021834	0,0048
LNSD	0,731727	0,0698	10,46963	0,0000
LNLN	0,035886	0,0782	0,458339	0,6497
R ²		0,983809		
SE		0,144026		
RSS		0,684534		
F-statistic		401,0253		
DW stat		1,327148		

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

اعتمادا على بيانات الجدول أعلاه، يمكن تقدير معادلة الانحدار التي ستخضع لباقي الاختبارات وفق

الصيغة التالية:

$$LNIN = 1,13 + 0,074 * LNM + 0,382 * LNGV - 0,52 * LNTEX + 0,731 * LNSD + 0,03 * LNLN$$

$$(4,12) \quad (0,44) \quad (2,44) \quad (-3,02)$$

$$(10,46) \quad (0,45)$$

$$R^2=0,98, SE=0,14, RSS=0,68, F-statistic=401,02, DW=1,32$$

الفرع الثاني: اختبارات الفروض (Tests of Hypotheses)

بعد الاستقرار على اختيار طريقة القياس الملائمة للنموذج وتقدير معادلة الانحدار المناسبة، تأتي مرحلة تقييم المعلمات المقدرة اقتصاديا وإحصائيا من خلال إدخال اختبارات الفروض على النموذج المقدر، وذلك بالاستعانة بالمعايير الاقتصادية (توقعات النظرية الاقتصادية القبلية) للحكم على قيم وإشارة المعلمات المقدرة للنموذج، فإذا نجحت معلمات النموذج في اجتياز الاختبار من النظرية الاقتصادية يمكن المرور إلى الاختبارات الإحصائية لتقييم المعلمات المقدرة للنموذج إحصائيا.

من معاينة بيانات الجدول رقم (4-6)، يتبين أن كل مروونات المتغيرات مقبولة اقتصاديا، حيث أن قوانين النظرية الاقتصادية تنص على أن الاستثمار يتأثر إيجابا بكل من العرض النقدي والإنفاق الحكومي

والمديونية الخارجية القصيرة والطويلة الأجل أي أنها عناصر محفزة للاستثمار، فيما تمارس الضرائب على الصادرات تأثير سلبي على وتيرة نمو الاستثمار، فكلما زادت الضرائب على الصادرات فمن المتوقع أن ترتفع أسعار الصادرات ويتراجع الطلب الخارجي عليها ويؤدي إلى تراجع الاستثمار، أي أنها عنصر مثبط للاستثمار. كذلك فإن إشارة الجزء الثابت موجب وقيمه صغيرة، وهو ما يشير إلى عدم تأثير الاستثمار بمتغيرات تفسيرية أخرى بقدر التغير الوارد من غير تلك الواردة في النموذج، وهو ما يثبت صحة النموذج اقتصاديا. بعد التأكد من أن النموذج يتماشى مع النظرية الاقتصادية، يمكن القول أنه مقبول اقتصاديا، وبذلك يصبح النموذج مؤهلا للمرور إلى الاختبارات الإحصائية.

تستخدم المعايير الإحصائية لاختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج وأهم تلك المعايير معامل التحديد واختبارات المعنوية. تجدر الإشارة إلى أنه رغم أهمية هذه الاختبارات إلا أنه لم يتم الاتفاق حول من هي الاختبارات الإحصائية الأكثر أهمية في تقييم المعلمات المقدرة للنموذج إحصائيا، غير أن هناك اتجاه في الدراسات القياسية يرى أنه بالإمكان ترتيب أهمية الاختبارات بالاعتماد على معيار الهدف من تقدير النموذج، فإذا كان الهدف هو التنبؤ فإن معامل التحديد يكون أكثر أهمية، أما إذا كان الهدف من وضع النموذج هو تفسير بعض الظواهر القياسية فإن اختبارات المعنوية تكون هي الأكثر أهمية.

أ- اختبار التوفيق (**Test of the Goodness of fit**) أو المقدرة التفسيرية للنموذج:

تشير انحرافات قيم المتغير التابع المشاهدة عن القيم المقدرة إلى جودة التوفيق في النموذج المقدر، فكلما انخفضت كان ذلك أفضل، حيث تزيد جودة التوفيق وترتفع القدرة التفسيرية للنموذج وتنخفض النسبة غير المفسرة. لاختبار جودة التوفيق، سيستخدم معامل التحديد (R^2) الذي يشرح العلاقة الموجودة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وهو نسبة التغير الكلي في المتغير التابع نتيجة تغير المتغيرات المستقلة معا، أي أنه يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة معا في التغير الحادث في المتغير التابع. تحدد الصيغة الرياضية لمعامل التحديد كالتالي:

$$R^2 = \frac{RSS}{TSS}$$

حيث:

RSS (Regression Sum of Squares): التغير المفسر للمتغير التابع بواسطة المتغيرات المستقلة

في النموذج؛

(Squares TSS (Total Sum of): التغير الكلي في المتغير التابع.

وأن:

$$TSS - RSS = ESS$$

حيث:

ESS (Error Sum of Squares): التغير غير المفسر للمتغير التابع بواسطة المتغيرات المستقلة في

النموذج، وهو التغير المفسر بواسطة عوامل أخرى لا يشملها النموذج. يمكن التعبير عن معامل التحديد بالشكل الرياضي التالي:

$$R^2 = \frac{\sum(\hat{Y}_i - \bar{Y})^2}{\sum(Y_i - \bar{Y})^2} = \frac{SCE}{SCT} = 1 - \frac{SCR}{SCT}$$

حيث:

SCT: مجموع مربعات الانحرافات الكلية للمتغير التابع عن وسطه؛

SCR: مجموع مربعات الانحرافات المشروحة للمتغير التابع المقدر عن وسطه الحسابي؛

SCE: مجموع مربعات البواقي.¹

انطلاقاً من التقديرات الواردة في الجدول رقم (4-6)، يتضح أن المتغيرات التفسيرية في نموذج الانحدار المقدر تفسر ما نسبته 98,38% من التغير في الاستثمار، وهي نسبة عالية تشير إلى علاقة معنوية عالية جداً تقارب الكمال بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي أن 98,38% من التغير في الاستثمار يرجع إلى التغير في العرض النقدي والإنفاق الحكومي والصادرات والمديونية الخارجية، وأن ليس هناك متغيرات مستقلة أخرى تؤثر كثيراً على الاستثمار حيث لا تتعدى 1,62%، وهذا يعني أن المقدرة التفسيرية للنموذج عالية وأن جودة توفيق معادلة الانحدار المقدرة جيدة جداً.

ب- الاختبارات المعنوية (**Tests of Significance**): تستخدم اختبارات المعنوية لاختبار مدى

صلاحية معلمات النموذج المقدرة (العينة) للوصول إلى معلمات المجتمع ككل، من خلال اختبار مدى ملاءمتها إحصائياً. يوجد اختبارات كثيرة للمعنوية، غير أننا سنركز على الاختبارات التالية باعتبارها الأكثر وثوقاً واستخداماً في الدراسات القياسية.

1- اختبار الخطأ المعياري (Standard Error Test): يحدد اختبار الخطأ المعياري درجة الثقة

في المعلمات المقدرة كممثل جيد لمعلمات المجتمع ككل ويعبر عن انحراف القيم المقدرة عن أوساطها الحسابية فكلما زاد الخطأ المعياري للمعلمات المقدرة انخفضت درجة الثقة في المعلمات المقدرة إلى حد معين تفقد

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطيه، المرجع السابق، ص 143-144.

المعلومات المقدرة معنويتها الإحصائية. جرت العادة في اختبار الخطأ المعياري مقارنة القيمة المحسوبة للخطأ المعياري لكل معلمة مع نصف القيمة المقدرة للمعلمة. انطلاقاً من بيانات التقدير الواردة في الجدول رقم (4-6)، يتضح أن قيمة الخطأ المعياري لكل من الإنفاق الحكومي والصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل أقل من نصف القيمة المقدرة لمعلمتها، وهو ما يجعلنا نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل، ويمكن القول أن الخطأ صغير نسبياً وتقبل ما تقوله العينة بأن المعلمة لا تختلف عن الصفر وتكون القيم المقدرة معنوية إحصائياً يمكن معها الثقة في تمثيلها لمعلمتها المجتمع. أما قيمة الخطأ المعياري لكل من العرض النقدي والمديونية الخارجية الطويلة الأجل فهي أكبر من نصف القيمة المقدرة لمعلمتها، وبالتالي نقبل الفرض العدم ونرفض الفرض البديل ونرفض ما تقوله العينة بأن المعلمة تختلف عن الصفر، وتكون القيم المقدرة غير معنوية إحصائياً ولا يمكن الثقة في تمثيلها لمعلمتها المجتمع.

2- اختبار "فيشر ف" (The Fisher F-Test): خلافا لاختبارات المعنوية الأخرى،

يستخدم اختبار "فيشر ف" لاختبار معنوية المعلمة المقدرة دفعة واحدة، حيث يستدل به في الحكم على مدى صلاحية كل المعلمة المقدرة في تمثيل المجتمع. يحسب الاختبار وفق العلاقة التالية:

$$\hat{F} = \frac{RSS/K}{ESS/(N-K+1)}$$

$$\hat{F} = \frac{R^2/K}{(1-R^2)/(N-K+1)}$$

حيث:

RSS: مجموع مربعات الانحدار،

ESS: مجموع مربعات الخطأ،

K: عدد المتغيرات المستقلة،

K+1: عدد معاملات الانحدار المقدرة،

N: عدد المشاهدات أو السنوات،

R²: معامل التحديد.

من خلال بيانات التقدير الواردة في الجدول رقم (4-6)، يمكن إجراء الاختبار من خلال مقارنة القيمة المحسوبة لاختبار "ف" مع القيمة الجدولية الواردة في الجدول الإحصائي لتوزيع "ف"، حيث يتضح أن القيمة المحسوبة لاختبار "ف" هي أكبر من القيمة الجدولية على جدول توزيع "ف"، وبذلك يتم قبول الفرض

البديل مما يدل على معنوية معامل الانحدار، كما أن ارتفاع القيمة المحسوبة للاختبار يدفع إلى زيادة الثقة في المعلمات المقدرة من العينة كممثلة عن معلمات المجتمع، وهي مجموع المتغيرات التي قد يكون لها تأثير على الاستثمار وبالتالي القطاع الحقيقي.

3- اختبار "ستودنت -ت-" (The Student's T-Test): يتم الحصول على اختبار "ت"

المحسوبة بواسطة العلاقة التالية:

$$t_y = \frac{\hat{Y}_i - Y}{S_{\hat{y}}}$$

حيث:

\hat{Y}_i : القيمة المقدرة للمعلمة،

$S_{\hat{y}}$: الانحراف المعياري للمعلمة المقدرة.

من ملاحظة بيانات الجدول رقم (4-6)، يتضح أن قيمة الاحتمال لاختبار إحصائية "ت" لكل من الإنفاق الحكومي والضريبة على الصادرات والمديونية الخارجية القصيرة الأجل أقل من مستوى المعنوية، وبالتالي نرفض فرض عدم وتكون معلمات هذه المتغيرات مقبولة إحصائياً عند مستوى المعنوية. أما قيمة الاحتمال لاختبار إحصائية "ت" لكل من العرض النقدي والمديونية الخارجية طويلة الأجل فهي أكبر من مستوى المعنوية وبالتالي نقبل الفرض عدم وتكون عندها معلمات هذان المتغيران غير مقبولة إحصائياً.

من ملاحظة بيانات التقدير في الجدول رقم (4-6)، يتضح أنه بالرغم من ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج والمثلة بمعامل التحديد إلا أن اختبارات المعنوية تشير إلى أن العرض النقدي والمديونية الخارجية طويلة الأجل غير معنوية إحصائياً، الأمر الذي يشير إلى وجود مشكلة الامتداد الخطي المتعدد في نموذج الانحدار المقدر.

المبحث الثاني: اختبارات الكشف عن المشاكل القياسية

تقوم طريقة المربعات الصغرى العادية على جملة من الافتراضات التي هي شروط يستوجب توفرها في النموذج المراد قياس علاقاته باستخدام هذه الطريقة. غير أن النموذج قد لا يستجيب لتلك الافتراضات، حيث قد يعاني من بعض المشاكل القياسية وتصبح بذلك طريقة المربعات الصغرى العادية غير مناسبة لتقدير معالم العلاقات الاقتصادية يتعين معها البحث عن طريقة قياس ملائمة أو علاج المشكلة لاستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في الغالب.

المطلب الأول: اختبارات الكشف عن الامتداد الخطي المتعدد أو الازدواج الخطي (Multicollinearity)

يقوم نموذج الانحدار الخطي على افتراض عدم ارتباط المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار المراد تقديره غير أن الواقع أن عند جمع بيانات العينة قد يسقط هذا الافتراض بسبب وجود مشكلة الازدواج الخطي، حيث تكون بعض أو كل المتغيرات المستقلة في ارتباط تام ما يترتب عنه عدم دقة القيم المقدرة لمعاملات الانحدار، وزيادة الأخطاء المعيارية للقيم المقدرة لمعاملات الانحدار. ينشئ الازدواج الخطي من عدة أسباب، منها اتجاه المتغيرات الاقتصادية معا للتغير مع مرور الزمن، أو استخدام متغيرات مستقلة ذات فترات إبطاء في المعادلة المراد تقديرها

أو صغر حجم العينة. لاكتشاف الازدواج الخطي يمكن الاستعانة باختبارات "فارار-قلوبر" (Farrar-Glauber).

الفرع الأول: اختبارات "فارار-قلوبر" (Farrar-Glauber)

اقترح كل من "فارار وقلوبر" ثلاثة اختبارات لاكتشاف الامتداد الخطي المتعدد، هي:

أ- اختبار x^2 : لتطبيق الاختبار يجب تحديد قيمة محدد الارتباط (D)، الذي هو عبارة عن قيمة مصفوفة من

معاملات الارتباط البسيطة بين كل متغيرين من المتغيرات المستقلة على النحو التالي:

$$D = \begin{vmatrix} 1 & 0,9439 & 0,9888 & 0,9446 & 0,9855 \\ 0,9439 & 1 & 0,9631 & 0,9553 & 0,9492 \\ 0,9888 & 0,9631 & 1 & 0,9503 & 0,9888 \\ 0,9446 & 0,9553 & 0,9503 & 1 & 0,9595 \\ 0,9855 & 0,9492 & 0,9888 & 0,9595 & 1 \end{vmatrix} = 0,009$$

نظراً لأن قيمة محدد الارتباط تنحصر بين الواحد والصفر، فإنه يتعين إيجاد القيمة المحسوبة ومقارنتها بالقيمة الجدولية، حيث تتخذ الصيغة التالية:

$$\hat{\chi}^2 = - \left[N - 1 - \frac{1}{6} (2K + 5) \right] * \ln D = 176,22$$

بما أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، يرفض الفرض العدم ويقبل الفرض البديل القائل بوجود ارتباط خطي متعدد.

ب- اختبار "ف" (F): لتطبيق الاختبار، يتعين حساب معاملات الارتباط المتعدد ثم إيجاد القيمة المحسوبة لاختبار لكل متغير مستقل على النحو التالي:

$$\hat{F}X_i = \frac{R_{xi.xjxs}^2 / (K - 1)}{(1 - R_{xi.xjxs}^2) / (N - K)}$$

حيث:

$R_{xi.xjxs}^2$: معامل التحديد المتعدد؛

K : عدد المتغيرات المستقلة؛

N : عدد المشاهدات.

وبتطبيق الاختبار، نتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (4-7): نتائج اختبار "ف" (F)

الاختبار	$\hat{F}_{intex,lnm,lngv,lnsd,lnld}$	$\hat{F}_{lnm,lngv,intex,lnsd,lnld}$	$\hat{F}_{lngv,lnm,intex,lnsd,lnld}$	$\hat{F}_{lnld,lnm,lngv,intex,lnsd}$	$\hat{F}_{lnsd,lnm,lngv,intex,lnld}$
القيمة	780,17	1166,77	613,32	238,14	207,08

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

بعد الحصول على القيمة المحسوبة لاختبار "ف" يصبح بالإمكان إجراء مقارنة مع القيمة الجدولية الإحصائية لتوزيع "ف"، حيث يتضح أن كل القيم المحسوبة للاختبار هي أكبر من القيم الجدولية، وبالتالي نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل القائل بأن المتغيرات المستقلة مرتبطة خطياً (Multicollinear). على الرغم من ذلك، فإن وجود الارتباط الخطي المتعدد أو الازدواج الخطي في النموذج المقدر لا يعتبر مشكلة، حيث تكمن المشكلة في درجة الارتباط أو الازدواج فيمكن حينها قبول النموذج بارتباط خطي متعدد منخفض، أما إذا كانت درجة الارتباط الخطي مرتفعة فإنه يتعين معالجة المشكلة.

الفرع الثاني: تحليل الترافدية ل"فريش" (Frisch)

يتم اختبار "فريش" بعدد من الخطوات تبدأ بإجراء انحدار المتغير التابع على كل متغير مستقل على حدة ثم تقييم نتائج التقدير المتحصل عليها من حيث معامل التحديد والأخطاء المعيارية للقيم المقدرة لمعاملات الانحدار، حيث تعطي القياسات التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-8): نتائج تحليل "فريش" (Frisch)

الأخطاء المعيارية					معاملات التحديد				
$S_{min,lnld}$	$S_{min,lnsd}$	$S_{min,lnstex}$	$S_{min,lnsv}$	$S_{min,lnm}$	$R^2_{min,lnld}$	$R^2_{min,lnsd}$	$R^2_{min,lnstex}$	$R^2_{min,lnsv}$	$R^2_{min,lnm}$
0,038	0,018	0,05	0,052	0,04	0,9071	0,9771	0,8936	0,8907	0,8935

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يستكمل الاختبار بقبول معادلة الانحدار التي تحتوي على المديونية الخارجية قصيرة الأجل الأفضل نظراً لأن نتائج تقديرها أكثر قبولاً من حيث احتواؤها على أكبر معامل تحديد وأقل أخطاء معيارية. باختبار هذه المعادلة يتم إضافة متغير تفسيري تلو الآخر، ثم اختبار آثار كل منها على قيمة معامل التحديد والقيم المقدرة لمعاملات الانحدار. كشفت النتائج على أن إضافة كل من المديونية الخارجية طويلة الأجل والعرض النقدي لم يحسنا من معامل التحديد، في حين أن إضافة كل من الإنفاق الحكومي والضرائب على الصادرات قد ساهما في تحسين المقدرة التفسيرية للنموذج من خلال ارتفاع معامل التحديد، كما أنه لم تتأثر إشارات معاملات الانحدار. وعليه، يمكن القول بأن المديونية الخارجية طويلة الأجل والعرض النقدي هما سبب وجود الامتداد

الخطي المتعدد ويتعين إسقاطهما من النموذج. بإعادة تقدير معادلة الانحدار بعد إسقاط المتغيرين، نتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (4-9): نتائج تقدير النموذج الثالث بعد التصحيح

الاحتمالية	المتغير
0,0000	C
0,0011	LNGV
0,0021	LNTEX
0,0000	LNSD
0,983326	R ²
0,000000	F-statistic
1,30	DW stat

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتضح من نتائج التقدير الواردة في الجدول أعلاه أن المقدرة التفسيرية لم تتأثر، حيث لم ينخفض معامل التحديد وظل محافظاً على قيمته العالية، كما أن مشكلة عدم معنوية بعض المتغيرات التفسيرية قد اختفت، ما يعني قبول النموذج إحصائياً واقتصادياً.

المطلب الثاني: اختبار الكشف عن عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي (Heteroscedasticity Test)

من بين افتراضات نموذج الانحدار الخطي (أو طريقة المربعات الصغرى العادية) ثبات عدم تباين الخطأ العشوائي، أي أن تباين المتغير التابع يبقى ثابتاً عند كل تغير في المتغيرات التفسيرية فيكون تشتت القيم حول المتوسط الحسابي ثابتاً لا يتغير. يترتب على إسقاط هذا الافتراض حدوث مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ أي أن حدود الأخطاء ليس لها نفس التباين (Homoscedasticity)، فكل تغير في المتغيرات التفسيرية يؤدي إلى تغير تباين حد الخطأ ويصبح تباين حد الخطأ العشوائي يعتمد على المتغيرات التفسيرية ولا تصح انحرافات القيم المشاهدة للمتغير التابع عن الخط المقدر عند كل قيم المتغير التفسيري متساوية. وعليه، يترتب على استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير النموذج في وجود المشكلة أن تكون القيم المقدرة

لمعاملات الانحدار غير متحيزة، ولا يكون تباين القيم المقدرة لمعاملات الانحدار عند حدود دنيا، إضافة إلى صعوبة اختبار الفروض وتكوين حدود الثقة واستحالة التنبؤ باستخدام نتائج تقدير النموذج. للحكم على وجود أو خلو معادلة الانحدار من مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي نستخدم عدة اختبارات، أهمها:

الفرع الأول: اختبار "بروش-بيقان" (Breusch-Pagan)

يعتمد الاختبار على مضاعف لاغرانج، حيث أن إجراء الاختبار يتطلب الحصول على البواقي من معادلة الانحدار المقدرة، يليها تقدير تباين البواقي (e^t) لكي يصبح بالإمكان تقدير معادلة انحدار مساعد لاختبار مدى وجود علاقة جوهرية بين مربع البواقي (e_t^2) والمتغيرات التفسيرية التي تمثل بعض أو كل المتغيرات التفسيرية في النموذج الأصلي أو بعض مشتقاتها. يعطي اختبار "بروش-بيقان" التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبار بروش-بيقان (Breusch-Pagan) لعدم ثبات تباين الحد الخطأ

العشوائي

المتغير	احصائية فيشر
C	0,2133
LNGV	0,3520
LNTEX	0,7051
LNSD	0,4597
مجموع مربعات الانحدار	0,026769

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

انطلاقاً من الجدول أعلاه، يمكن إجراء الاختبار بالمقارنة بين نصف مجموع مربعات الانحدار المقدر $\left(\frac{RSS}{2}\right)$ والقيمة الجدولية الاحصائية الخاصة بتوزيع $\chi^2(4,0,05)$. نظراً لأن القيمة المحسوبة لنصف مجموع مربعات الانحدار المقدر (0,01) أقل من القيمة الجدولية، يقبل الفرض العدم القائل بعدم وجود دليل معنوي على اختلاف التباين عند مستوى معنوية 5%، أي عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين الحد الخطأ.

الفرع الثاني: اختبار "بارك" (Park)

لإجراء الاختبار، يتوجب إتباع خطوات تبدأ بتقدير معادلة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، حيث يصبح بالإمكان الحصول على البواقي أو القيمة المقدرة لحد الخطأ، منها (e_t) التي تخضع بدورها لطريقة المربعات الصغرى العادية بعد تربيع البواقي إلى (e_t^2) للحصول على معادلة الانحدار بينها وبين كل المتغيرات التفسيرية. بتقدير دالة الانحدار اعتماداً على بيانات الجدول رقم (4-10)، يتضح أن جميع المعلمات في نموذج الانحدار المقدر لا تتمتع بالمعنوية الإحصائية، ما يعني قبول الفرض البديل ورفض الفرض العدم، وبذلك يسقط احتمال وجود مشكلة عدم ثبات تباين الحد الخطأ.

الفرع الثالث: اختبار "وايت" (White)

خلافًا للاختبارين السابقين اللذان يشترطان معرفة أسباب مشكلة عدم ثبات التباين، يمتلك اختبار "وايت" خصائص مميزة، فهو لا يتطلب معلومات سابقة عن أسباب مشكلة عدم ثبات التباين ولا يعتمد على افتراض اعتدال التوزيع، كما يصلح للعينات الكبيرة التي تفوق 29 مشاهدة. ينطلق الاختبار، بعد تقدير معادلة الانحدار، من الحصول على قيم البواقي (e_t) ثم تقدير انحدار مساعد بين مربع البواقي (e_t^2) وكل من المتغيرات التفسيرية وحاصل ضربها حتى يصبح بالإمكان تقدير قيمة (nR^2)، حيث:

n: حجم العينة.

R^2 : معامل التحديد للانحدار المساعد.

ويُجرى اختبار "وايت" لتحصل على التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-11): نتائج اختبار "وايت" (White) لعدم ثبات تباين الحد الخطأ العشوائي

المعامل	القيمة المقدرة
معامل التحديد للانحدار المساعد	6,399875

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

بناءً على بيانات الجدول أعلاه، يمكن إجراء المقارنات واتخاذ القرار الصائب، حيث يتضح أن القيمة المحسوبة للاختبار (6,39) هي أقل من القيمة الجدولية لتوزيع $\chi^2(9,0,05)$. بذلك، نقبل الفرض العدم القائل بعدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ.

الفرع الرابع: اختبار "أرك" (ARCH)

يقوم الاختبار على اختبار العلاقة بين مربع البواقي كمتغير تابع ومربع البواقي المبطة لفترة واحدة، وذلك لاختبار الفرض العدم القائل بثبات التباين من عدمه. بإجراء تقدير لمعادلة انحدار ذاتي لمربع البواقي من الدرجة الأولى، تتحصل على التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-12): نتائج اختبار "أرك" (ARCH) لعدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي

القيمة المقدرة	
38	حجم العينة
0,355673	معامل التحديد للانحدار المساعد
0,5509	احتمالية Chi-Squared

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه يمكن إجراء المقارنة بين القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرانج من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه مع القيمة الجدولية لتوزيع $(\chi^2_{(3,0,05)})$ ، حيث يظهر أن القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية، ما يعني رفض الفرض العدم والقول بتجانس تباين حد الخطأ. إضافة إلى الاعتماد على مضاعف لاغرانج في إجراء المقارنات مع القيمة الإحصائية لتوزيع $\chi^2_{(\rho,0,05)}$ يمكن الاستعانة بمقارنات أخرى من الجدول أعلاه، والمتمثلة في القيمة المحسوبة لإحصائية "ف" التي هي أقل من القيمة الجدولية، ونفس الأمر بالنسبة للقيمة المحسوبة لاحتمالية (Chi-Squared) التي تفوق مستوى المعنوية 5%، وهي مقارنات تؤكد ثبات تباين حد الخطأ العشوائي. وعليه، يمكن القول بأن نموذج الانحدار المقدر لا يعاني من مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ عند مستوى معنوية 5%.

المطلب الثالث: اختبار الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي

تنشئ مشكلة الارتباط الذاتي ($\rho \neq 0$) من ارتباط القيم المتتالية للحد العشوائي، حيث يكون الارتباط مخالف للصفر (معامل التغير)، وهو ما يسقط أحد افتراضات طريقة المربعات الصغرى العادية. يترتب على استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في وجود مشكلة الارتباط الذاتي الحصول على قيم مقدرة لمعاملات الانحدار تكون غير متحيزة ولكنها في الحقيقية تبقى متحيزة، ولا يكون التباين أقل ما يمكن، وصغر

حجم الأخطاء المعيارية للمعلمات المقدرة، مما يؤدي إلى تضخيم معنوية المعلمات المقدرة وعدم دقة فترات الثقة التي تستخدم الأخطاء المعيارية في حسابها وإمكانية عدم صلاحية اختبارات "ت" و"ف"، إضافة إلى عدم دقة التنبؤات المؤسسة على النموذج والمبالغة في تقدير معامل التحديد. يرجع الارتباط الذاتي في أسبابه إلى ارتكاب خطأ في الصياغة الرياضية للمعادلة أي سوء تعيين الشكل الرياضي للنموذج، سوء تعيين المتغير العشوائي، وعدم دقة بيانات المتغيرات. للكشف عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج المقدر لغرض التخلص منها، سنقوم بمجموعة من الاختبارات الإحصائية، أهمها:

الفرع الأول: اختبار "داربن-واتسن" (Durbin-Watson)

يمكن أن يعاني النموذج القياسي من مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى (First-Order Autocorrelation) نتيجة ارتباط القيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية معينة بالقيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية سابقة لها مباشرة في حالة الارتباط الذاتي الزمني، أو الارتباط بين القيم المختلفة للحد العشوائي الخاصة بمفردات العينة عند نقطة زمنية معينة في حالة الارتباط الذاتي القطاعي. لاكتشاف احتواء أو خلو النموذج القياسي من مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى الموجب أو السالب بين القيم الحقيقية للحد العشوائي يستخدم اختبار "داربن-واتسن" الذي يأخذ في حسابه الصيغة التالية:

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^N (e_t + e_{t-1})}{\sum_{t=1}^N e_t^2}$$

$$DW \cong 2(1 - \rho)$$

لإتمام اختبار "داربن-واتسن"، يوضح الشكل التالي مناطق القبول والرفض له:

الشكل رقم (4-1): مناطق القبول والرفض لاختبار "داربن-واتسن" (Durbin-Watson)

نرفض H ₀	لا نرفض H ₀		نرفض H ₀	
ارتباط ذاتي موجب من الدرجة الأولى	غير محدد	عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب من الدرجة الأولى
0	d _L	d _U	4-d _U	4-d _L
		2		4

المصدر: من إعداد الطالب.

بعد التأكد من شروط الاختبار، تظهر تقديرات الجدول رقم (4-9) أن القيمة المحسوبة لاختبار "داربن-واتسن" المقدرة بـ 1,30 هي أقل من القيمة الجدولية الدنيا على الجدول الإحصائي للاختبار عند

مستوى معنوية 5%، أي أنها تقع في منطقة الرفض في أقصى اليسار. وبذلك، أصبح بالإمكان اتخاذ القرار المناسب المتمثل في رفض الفرض العدم ($H_A : \rho > 0$) والقول بوجود ارتباط ذاتي موجب من الدرجة الأولى.

الفرع الثاني: اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey)

يستخدم هذا الاختبار للكشف عن وجود مشكلة الارتباط من رتبة أعلى من الرتبة الأولى. لإتمام الاختبار نتبع الخطوات التالية، فنحسب البواقي (e_t) من معادلة الانحدار الأصلية وفق الصيغة التالية:

$$e_t = Y_t - \hat{Y}_t$$

بعد الحصول على البواقي، نقوم بتقدير معادلة الانحدار المساعد للحصول على تقدير معامل التحديد R^2 منه. لإتمام الاختبار، نقوم بمقارنة القيمة المحسوبة ل $(n-m)R^2$ مع التوزيع الإحصائي ل χ^2_m حيث أن (n) هو حجم العينة و (m) هو رتبة الارتباط الذاتي، فإذا تحققت الصيغة $(n - m)R^2 > \chi^2_m$ نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل ومنه التسليم بوجود ارتباط ذاتي من الرتبة الأولى على الأقل، والعكس صحيح.

بالاعتماد على تقديرات الجدول رقم (4-9)، تعطي نتيجة الاختبار التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-13): نتائج اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey) للارتباط الذاتي بين الأخطاء

القيمة المقدرة	الإحصائية
6,491584	Obs*R-squared
0,0389	احتمالية Chi-Square
3,294874	إحصائية "ف"

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

بالاعتماد على تقديرات الجدول أعلاه، يمكن إجراء بعض المقارنات التي ترشدنا إلى اتخاذ القرار المناسب حيث يلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية Obs*R-squared هي أكبر من القيمة الجدولية لتوزيع χ^2 كما أن القيمة المحسوبة لإحصائية "ف" هي أكبر من القيمة الجدولية، إضافة إلى أن احتمالية Chi-Square هي أقل من مستوى المعنوية 5%. وعليه، فإنه يرفض الفرض العدم، ومنه يقبل وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

مع وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى يتعين معالجة المشكلة، ولتخليص النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي يتعين إعادة تقدير النموذج باستخدام طريقة تصحيح الانحدار الذاتي من الرتبة الأولى (First-order Autoregression Correction AR(1)) ثم إعادة تقدير الاختبارات للتأكد من خلو النموذج من المشكلة، حيث تعطي التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-14): نتائج تقدير النموذج الثالث بعد التصحيح

القيمة المقدرة	الإحصائية
1,829519	DW stat

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

توضح بيانات الجدول أعلاه أن استخدام طريقة تصحيح الانحدار الذاتي من الرتبة الأولى في التصحيح قد ساهمت في تحسين قيمة إحصائية اختبار "دارين-واتسن" إلى 1,82، حيث تقع هذه القيمة في منطقة القبول. للتأكد، نقوم بإجراء اختبار "بروش-قودفراي" الذي يعطي التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-15): نتائج اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey) للارتباط الذاتي بين

الأخطاء بعد التصحيح

القيمة المقدرة	الإحصائية
4.777944	إحصائية Obs*R-squared
0.0917	احتمالية Chi-Square

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يظهر من بيانات الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية Obs*R-squared أصبحت أقل من القيمة الجدولية لتوزيع χ^2 ، كما أن القيمة المحسوبة لإحصائية "ف" أقل من القيمة الجدولية، إضافة إلى أن احتمالية Chi-Square هي أكبر من مستوى المعنوية 5%. وعليه، يقبل الفرض العدم القائل بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، ويكون بذلك النموذج قد تخلص من مشكلة الارتباط الذاتي عند الرتبة الأولى.



المبحث الثالث: اختبارات استقرار أو سكون السلاسل الزمنية (Stationarity)

من بين أهم خصائص السلسلة الزمنية أن تتمتع بالاستقرار أو السكون، وفي حالة غياب هذه الصفة يكون الانحدار المقدر بين متغيرات السلسلة الزمنية غالبا زائفا (Spurious). تعتبر سلسلة زمنية مستقرة كل سلسلة يكون فيها متوسط القيم عبر الزمن والتباين عبر الزمن ثابتين، وأن يكون فيها التغير بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التغير. في هذا السياق، يشير كبر معامل التحديد وزيادة المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدره مع وجود ارتباط ذاتي يظهر في اختبار "دارين-واتسن" إلى زيف الانحدار المقدر من بيانات السلسلة الزمنية. تظهر مشكلة عدم استقرار السلسلة الزمنية عادة بسبب وجود أحداث وظروف معينة (عامل الاتجاه) تؤثر على جميع المتغيرات، فتدفعها إلى التغير في اتجاه معين مما يوحي بوجود علاقة حقيقية تربط بينها رغم عدم وجود ذلك في الواقع.

للتأكد من استقرار السلسلة الزمنية من عدمها، يوجد هناك مجموعة من الاختبارات، أهمها على الإطلاق اختبارات جذر الوحدة للاستقرار (The Unit Root Test of Stationarity). تبدأ هذه الاختبارات من تقدير معامل الانحدار (ρ) لدالة الانحدار من الرتبة الأولى (First-Order Autoregression)، فإذا كان المعامل يساوي الواحد فهذا يعني وجود مشكلة جذر الوحدة في السلسلة الزمنية التي تعرف حينها بسلسلة السير العشوائي (Random Walk Time Series)، أي عدم استقرار السلسلة الزمنية. في هذا السياق، هناك عدد من الاختبارات التي يمكن استخدامها لاكتشاف جذر الوحدة من عدمها وبالتالي تحديد مدى استقرار السلسلة الزمنية، أهمها اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller Test ADF) واختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron Test) واختبار KPSS، حيث يتم تطبيق الاختبار على كل سلسلة زمنية على حدى.

المطلب الأول: اختبار استقرار السلسلة الزمنية للمتغير التابع

الفرع الأول: اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller Test ADF)

يبدأ الاختبار بتقدير الصيغة التالية التي تحتوي على الاتجاه الزمني والحد الثابت:

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

نقوم بحساب القيم المحسوبة ل τ^* كالآتي:

$$\tau_{\lambda}^* = \frac{\hat{\lambda}}{\delta_{\hat{\lambda}}}$$

$$\tau_{\alpha}^* = \frac{\alpha}{\delta_{\hat{\alpha}}}$$

$$\tau_{\beta}^* = \frac{\hat{\beta}}{\delta_{\hat{\beta}}}$$

ثم يستكمل الاختبار بمقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الإحصائية الواردة في جدول "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller). من خلال بيانات التقدير الواردة في الجدول التالي يمكن إجراء المقارنات واتخاذ القرار الصائب:

الجدول رقم (4-16): نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller)

لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار مع وجود اتجاه زمني وحد ثابت

القيمة المقدرة	الإحصائية
2,190736	إحصائية دارين-واتسون
احتمالية	إحصائية τ_{λ}^*
0,3046	احتمالية اختبار "ديكي-فولار الموسع"
	مستوى 1 %
	مستوى 5 %
	مستوى 10 %

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتضح من خلال بيانات الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية دارين-واتسون تقترب من 2، وهو ما يسقط احتمال وجود ارتباط تسلسلي ما يجعل من اختبار "ديكي-فولار الموسع" صالح ويعطي نتائج دقيقة بخصوص جذر الوحدة. إن القيم المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* الواردة في الجدول أعلاه هي أقل من القيم الحرجة ل"ديكي-فولار الموسع" عند مستويات المعنوية 1، 5، و 10%، علاوة على أن القيمة المحسوبة للاحتمالية

هي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبذلك نقبل الفرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة وأن السلسلة غير مستقرة. مع التأكد من وجود جذر الوحدة عند الصيغة التي تحتوي على الاتجاه الزمني والحد الثابت يصبح بالإمكان المرور إلى الخطوة الثانية من الاختبار. تمر الخطوة الثانية بمراحل، تبدأ بتقدير الصيغة التالية التي تحتوي على الحد الثابت فقط وفقاً لما يلي:

$$\Delta Y_t = \alpha + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

تعطي نتيجة الاختبار التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-17): نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller)

لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار مع وجود حد ثابت

القيمة المقدرة	الإحصائية
2,002904	إحصائية دارين-واتسن
احتمالية	إحصائية τ_λ^*
0,4513	-1,642551
	احتمالية اختبار "ديكي-فولر الموسع"
	مستوى 1%
	-3,621023
	مستوى 5%
	-2,943427
	مستوى 10%
	-2,610263

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يظهر من بيانات الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية τ_λ^* أقل من القيم الحرجة الواردة في اختبار "ديكي-فولار الموسع" عند كل مستويات المعنوية 1، 5، و10%، علاوة على أن القيمة المحسوبة للاحتتمالية هي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهو ما يعني قبول فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة، ومن ثم تكون السلسلة غير ساكنة وننتقل إلى الخطوة الأخيرة من الاختبار.

للقيام بالخطوة الثالثة من اختبار "ديكي-فولار الموسع"، نقوم بتقدير الصيغة التالية التي لا تحتوي على

اتجاه ومي وحد ثابت:

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \rho_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

يعطي الاختبار البيانات التقديرية التالية:

الجدول رقم (4-18): نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller)

لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار بدون اتجاه زمني وحد ثابت

الإحصائية	القيمة المقدرة
إحصائية "دارين-واتسن"	1,961560
إحصائية τ_{λ}^*	احتمالية
احتمالية اختبار "ديكي-فولار الموسع"	0,9514
مستوى 1%	-1,334196
مستوى 5%	-2,628961
مستوى 10%	-1,950117
	-1,611339

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

انطلاقاً من بيانات الجدول أعلاه، يمكن إجراء المقارنات اللازمة لاستكمال الاختبار، حيث يظهر أن القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* أقل من القيم الحرجة الواردة في اختبار "ديكي-فولار الموسع" عند كل مستويات المعنوية، كما يلاحظ أن ارتفاع القيمة المحسوبة للاحتتمالية عن مستوى المعنوية 5%، ما يجعلنا نقبل فرض العدم ونقبل أن السلسلة غير ساكنة بصيغتها الأصلية، وهو ما يتعين معها إدخال تصحيح لجعلها مستقرة، وذلك بأخذ الفرق الأول لسلسلة البيانات ونعيد اختبار مدى استقراريتها. مع إدخال الفرق الأول على سلسلة بيانات الاستثمار (المتغير التابع) نتحصل على التقديرات التالية:

الجدول رقم (4-19): نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller)

لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول مع اتجاه زمني وحد ثابت

احتمالية	إحصائية τ_{λ}^*	الاحتمالية
الصيغة تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني		
0,0608	-3,444900	احتمالية اختبار "ديكي-فولار الموسع"
	-4,228615	مستوى 1%
	-3,536601	مستوى 5%
	-3,22320	مستوى 10%
الصيغة تحتوي على حد ثابت		
0,0156	-3,442851	احتمالية اختبار "ديكي-فولار الموسع"
	-3,621023	مستوى 1%
	-2,943427	مستوى 5%
	-2,610263	مستوى 10%
الصيغة لا تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني		
0,0039	-2,987027	احتمالية اختبار "ديكي-فولار الموسع"
	-2,628961	مستوى 1%
	-1,950117	مستوى 5%
	-1,611339	مستوى 10%

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يلاحظ من بيانات الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* أقل من القيمة الحرجة الواردة في اختبار "ديكي-فولار الموسع" عند مستوى المعنوية 1% بالنسبة لكافة الصيغ، فيما كانت القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* أكبر من القيمة الحرجة الواردة في اختبار "ديكي-فولار الموسع" عند مستويات المعنوية 5% و10% بالنسبة لكافة الصيغ، ما يعني رفض الفرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة. وعليه، يمكن القول أن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول عند مستوى معنوية 5%، وأن السلسلة الزمنية الخاصة بالاستثمار متكاملة من الرتبة الأولى I(1).

الفرع الثاني: اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron)

يكمل هذا الاختبار اختبارات جذر الوحدة، حيث يقوم على تصحيح الارتباط الذاتي في بواقي معادلة اختبار جذر الوحدة. يعتبر اختبار "فيليب-بيرون" مشابه لاختبار "ديكي-فولار الموسع" من حيث مراحل تنفيذ الاختبار، ويشمل الجدول التالي جميع هذه المراحل.

الجدول رقم (4-20): نتائج اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) للسلسلة الزمنية للاستثمار

احتمالية	إحصائية τ_{λ}^* المعدلة	الاحتمالية
الصيغة تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني		
0,6792	-1,811860 -4,219126 -3,533083 -3,198312	احتمالية اختبار "فيليب-بيرون" مستوى 1 % مستوى 5 % مستوى 10 %
الصيغة تحتوي على حد ثابت		
0.6485	-1,236372 -3,615588 -2,941145 -2,609066	احتمالية اختبار "فيليب-بيرون" مستوى 1 % مستوى 5 % مستوى 10 %
الصيغة لا تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني		
0,9696	1,576426 -2,627238 -1,949856 -1,611469	احتمالية اختبار "فيليب-بيرون" مستوى 1 % مستوى 5 % مستوى 10 %

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتبين من بيانات الجدول أعلاه أن السلسلة الزمنية للاستثمار لا تتميز بخاصية الاستقرار، حيث أن القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* هي أكبر من القيم الحرجة للاختبار عند كل مستويات المعنوية، إضافة إلى أن القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* تفوق مستوى المعنوية 5%، ما يعني قبول فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة. وعليه، يتعين مواصلة الاختبار بإدخال الفرق الأول على السلسلة، حيث تعطي النتائج التالية:

الجدول رقم (4-21): اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) للسلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق

الأول

احتمالية	المعدلة* إحصائية	الاحتمالية
الصيغة تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني		
0,0646	- 3,416322	احتمالية اختبار "فيليب-بيرون"
	-4,226815	مستوى 1%
	-3,536601	مستوى 5%
	-3,200320	مستوى 10%
الصيغة تحتوي على حد ثابت		
0,0164	3,423220	احتمالية اختبار "فيليب-بيرون"
	3,621023	مستوى 1%
	2,943427	مستوى 5%
	2,610263	مستوى 10%
الصيغة لا تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني		
0,0035	-3,022857	احتمالية اختبار "فيليب-بيرون"
	-2,628961	مستوى 1%
	-1,950117	مستوى 5%
	-1,611339	مستوى 10%

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

اعتمادا على بيانات التقدير الواردة في الجدول أعلاه، يتضح أن القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* المعدلة هي أقل من القيم الحرجة للاختبار عند مستويات المعنوية 1 و 5% وأكبر عند مستوى المعنوية 10% بالنسبة للصيغة التي تتضمن الحد الثابت والاتجاه الزمني، كما أن القيمة المحسوبة للإحصائية τ_{λ}^* المعدلة تفوق مستوى المعنوية 5%. أما عن الخطوة الثانية والمتضمنة اختبار الصيغة التي تتضمن الحد الثابت، فيتضح أن القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* المعدلة أصبحت أكبر من القيم الحرجة للاختبار عند مستويات المعنوية 5 و 10% فيما بقيت أقل بالنسبة لمستوى معنوية 1%، في حين أن القيمة المحسوبة للإحصائية قد سجلت تراجعا إلى أقل من مستوى المعنوية. وعليه، يرفض الفرض العدم عند هذا المستوى، ما يعني أن السلسلة قد أصبحت خالية من

جذر الوحدة ومستقرة عند الفرق الأول، حيث أصبح بالإمكان القول أن السلسلة الزمنية الخاصة بالاستثمار متكاملة من الرتبة الأولى $I(1)$ ، وهو ما يتطابق مع نتيجة اختبار "ديكي-فولار الموسع".

الفرع الثالث: اختبار KPSS

يختلف هذا الاختبار عن الاختبارين السابقين للكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية في أنه يعتمد في الكشف عن استقرار السلسلة الزمنية على قبول فرضية العدم. يمر الاختبار بنفس مراحل الاختبارين السابقين ولكنه يختلف في كونه يستخدم إحصائية مضاعف لاغرانج (LM) الذي يقارنه مع قيم الحرجة. تعطي نتائج الاختبار النتائج التالية:

الجدول رقم (4-22): نتائج اختبار KPSS لاستقرار السلسلة الزمنية للاستثمار

الإحصائية مضاعف لاغرانج	الاحتمالية
الصيغة تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني	
0,133977	احتمالية اختبار KPSS
0,216000	مستوى 1 %
0,146000	مستوى 5 %
0,119000	مستوى 10 %
الصيغة تحتوي على حد ثابت	
0,664499	احتمالية اختبار KPSS
0,739000	مستوى 1 %
0,463000	مستوى 5 %
0,347000	مستوى 10 %

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

انطلاقاً من بيانات التقدير الواردة في الجدول أعلاه، يتضح أن القيمة المحسوبة لإحصائية مضاعف لاغرانج هي أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية 5%، وهو ما يعني رفض الفرض العدم القائل باستقرارية السلسلة الزمنية، وعليه فالسلسلة تحتوي على جذر الوحدة وغير مستقرة. لمعالجة المشكلة، يتعين مواصلة الاختبار بعد إدخال الفرق الأول الذي يعطي البيانات التقديرية التالية:

الجدول رقم (4-23): نتائج اختبار KPSS لاستقرار السلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول

إحصائية مضاعف لاغرانج	الاحتمالية
الصيغة تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني	
0,062922	احتمالية اختبار KPSS
0,216000	مستوى 1 %
0,146000	مستوى 5 %
0,119000	مستوى 10 %
الصيغة تحتوي على حد ثابت	
0,092407	احتمالية اختبار KPSS
0,739000	مستوى 1 %
0,463000	مستوى 5 %
0,347000	مستوى 10 %

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يظهر من بيانات الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية لاغرانج أقل من القيم الحرجة، وذلك عند الصيغتين اللتان تتضمنان الحد الثابت والاتجاه الزمني، ما يعني قبول الفرض العدم القائل بعدم وجود جذر الوحدة وأن السلسلة الزمنية للاستثمار مستقرة عند الفرق الأول. وبذلك، نستطيع القول أن السلسلة الزمنية الخاصة بالاستثمار متكاملة من الرتبة الأولى (1)I.

المطلب الثاني: اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات التابعة

يأتبع نفس خطوات الاختبارات السابقة على المتغير التابع والمتمثل في الاستثمار، سنخضع السلاسل الزمنية لباقي المتغيرات المستقلة، والمتمثلة في الإنفاق الحكومي والضرائب على الصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل لنفس الاختبارات للوصول إلى الحكم بشأن استقرارية سلاسلها الزمنية.

الفرع الأول: اختبارات استقرارية السلسلة الزمنية للإنفاق الحكومي

بالنسبة للإنفاق الحكومي، فقد أعطت اختبارات الاستقرارية النتائج التالية:

الجدول رقم (4-24): نتائج اختبارات الاستقرار للسلسلة الزمنية للإنفلاق الحكومي

الفرق الأول			المستوى			
الحد الثابت	الحد الثابت	الحد الثابت والاتجاه الزمني	بدون حد ثابت واتجاه زمني	الحد الثابت	الحد الثابت والاتجاه الزمني	
اختبار "ديكي-فولار الموسع"						
2,10	3,37	3,32	2,22	0,98	3,76	القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^*
ADF (0,01)=2,62	ADF (0,01)=3,62	ADF (0,01)=4,22	ADF (0,01)=2,62	ADF (0,01)=3,62	ADF (0,01)=4,24	القيم الحرجة
ADF (0,05)=1,95	ADF (0,05)=2,94	ADF (0,05)=3,53	ADF (0,05)=1,95	ADF (0,05)=2,94	ADF (0,05)=3,54	
ADF (0,10)=1,61 Prob=0,03 DW=2,14	ADF (0,10)=2,61 Prob=0,01 DW=1,93	ADF (0,10)=3,20 Prob=0,07 DW=1,91	ADF (0,10)=1,61 Prob=0,99 DW=1,97	ADF (0,10)=2,61 Prob=0,74 DW=1,90	ADF (0,10)=3,20 Prob=0,03 DW=1,98	
اختبار "فيليب-بيرون"						
1,89	3,35	3,32	3,82	1,38	2,46	القيمة المحسوبة لإحصائية المعدلة τ_{λ}^*
PP (0,01)=2,62	PP (0,01)=3,62	PP (0,01)=4,22	PP (0,01)=2,62	PP (0,01)=3,61	PP (0,01)=4,21	القيم الحرجة
PP (0,05)=1,95	PP (0,05)=2,94	PP (0,05)=3,53	PP (0,05)=1,94	PP (0,05)=2,94	PP (0,05)=3,53	
PP (0,10)=1,61 Prob=0,05 DW=2,14	PP (0,10)=2,61 Prob=0,01 DW=1,93	PP (0,10)=3,20 Prob=0,07 DW=1,91	PP (0,10)=1,61 Prob=0,99 DW=0,88	PP (0,10)=2,60 Prob=0,57 DW=1,03	PP (0,10)=3,19 Prob=0,34 DW=1,02	
اختبار KPSS						
	0,15	0,08		0,75	0,12	القيمة المحسوبة لإحصائية LM
	KPSS (0,01)=0,73	KPSS (0,01)=0,21		KPSS (0,01)=0,73	KPSS (0,01)=0,21	القيم الحرجة
	KPSS (0,05)=0,46	KPSS (0,05)=0,14		KPSS (0,05)=0,46	KPSS (0,05)=0,14	
	KPSS (0,10)=0,34	KPSS (0,10)=0,11		KPSS (0,10)=0,34	KPSS (0,10)=0,11	

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

اعتمادا على بيانات الجدول أعلاه، يتضح من مقارنة كل من القيم المحسوبة لكل من إحصائيات τ_{λ}^* و τ_{λ}^* المعدلة و LM بالقيم الحرجة للاختبارات المعنية ومقارنة القيمة المحسوبة للإحصائيات الواردة في الجدول أعلاه أن السلسلة الزمنية للإنفاق الحكومي مستقرة عند الفرق الأول، أي أنها متكاملة من الرتبة الأولى I(1).

الفرع الثاني: اختبارات استقرارية السلسلة الزمنية للضرائب على الصادرات

بالنسبة لسلسلة الضرائب على الصادرات الزمنية، فقد أعطت اختبارات الاستقرارية النتائج التالية:

الجدول رقم (4-25): نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للضرائب على الصادرات

الفرق الأول			المستوى			
بدون حد ثابت واتجاه زمني	الحد الثابت	الحد الثابت والاتجاه الزمني	بدون حد ثابت واتجاه زمني	الحد الثابت	الحد الثابت والاتجاه الزمني	
اختبار "ديكي-فولار الموسع"						
3,24	4,19	4,22	2,06	1,52	2,39	القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^*
ADF (0,01)=2,62	ADF (0,01)=3,62	ADF (0,01)=4,22	ADF (0,01)=2,62	ADF (0,01)=3,62	ADF (0,01)=4,22	القيم الحرحة
ADF (0,05)=1,95	ADF (0,05)=2,94	ADF (0,05)=3,53	ADF (0,05)=1,95	ADF (0,05)=2,94	ADF (0,05)=3,53	
ADF (0,10)=1,61 Prob=0,001 DW=1,94	ADF (0,10)=2,61 Prob=0,002 DW=1,83	ADF (0,10)=3,20 Prob=0,01 DW=1,80	ADF (0,10)=1,61 Prob=0,98 DW=1,85	ADF (0,10)=2,61 Prob=0,50 DW=1,78	ADF (0,10)=3,20 Prob=0,37 DW=1,84	
اختبار "فيليب-بيرون"						
3,15	4,18	4,23	2,87	1,88	2,15	القيمة المحسوبة لإحصائية المعدلة τ_{λ}^*
PP (0,01)=2,62	PP (0,01)=3,62	PP (0,01)=4,22	PP (0,01)=2,62	PP (0,01)=3,61	PP (0,01)=4,21	القيم الحرحة
PP (0,05)=1,95	PP (0,05)=2,94	PP (0,05)=3,53	PP (0,05)=1,94	PP (0,05)=2,94	PP (0,05)=3,53	
PP (0,10)=1,61 Prob=0,002 DW=1,94	PP (0,10)=2,61 Prob=0,002 DW=1,83	PP (0,10)=3,20 Prob=0,009 DW=1,80	PP (0,10)=1,61 Prob=0,99 DW=1,25	PP (0,10)=2,60 Prob=0,33 DW=1,42	PP (0,10)=3,19 Prob=0,49 DW=1,38	
اختبار KPSS						
	0,21	0,07		0,72	0,15	القيمة المحسوبة لإحصائية LM
	KPSS (0,01)=0,73	KPSS (0,01)=0,21		KPSS (0,01)=0,73	KPSS (0,01)=0,21	القيم الحرحة
	KPSS (0,05)=0,46	KPSS (0,05)=0,14		KPSS (0,05)=0,46	KPSS (0,05)=0,14	
	KPSS (0,10)=0,34	KPSS (0,10)=0,11		KPSS (0,10)=0,34	KPSS (0,10)=0,11	

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

من خلال مقارنة القيم المحسوبة لكل من إحصائيات τ_{λ}^* و τ_{λ}^* المعدلة و LM مع القيم الحرجة للاختبارات المعنية ومقارنة القيمة المحسوبة للإحصائيات الواردة في الجدول أعلاه، يتضح أن السلسلة الزمنية للضرائب على الصادرات مستقرة عند الفرق الأول، أي أنها متكاملة من الرتبة الأولى I(1).

الفرع الثالث: اختبارات استقرارية السلسلة الزمنية للمديونية الخارجية قصيرة الأجل

بالنسبة لسلسلة المديونية الخارجية قصيرة الأجل، فقد أعطت اختبارات الاستقرارية النتائج التالية:

الجدول رقم (4-26): نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للمديونية الخارجية قصيرة الأجل

الفرق الأول			المستوى			
بدون حد ثابت واتجاه زمني	الحد الثابت	الحد الثابت والاتجاه الزمني	بدون حد ثابت واتجاه زمني	الحد الثابت	الحد الثابت والاتجاه الزمني	
اختبار "ديكي-فولار الموسع"						
2,49	3,00	3,00	1,25	1,70	2,62	القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^*
ADF (0,01)=2,62	ADF (0,01)=3,62	ADF (0,01)=4,22	ADF (0,01)=2,62	ADF (0,01)=3,62	ADF (0,01)=4,22	القيم الحرجة
ADF (0,05)=1,95	ADF (0,05)=2,94	ADF (0,05)=3,53	ADF (0,05)=1,95	ADF (0,05)=2,94	ADF (0,05)=3,53	
ADF (0,10)=1,61 Prob=0,01 DW=2,00	ADF (0,10)=2,61 Prob=0,04 DW=1,94	ADF (0,10)=3,20 Prob=0,14 DW=1,92	ADF (0,10)=1,61 Prob=0,94 DW=1,95	ADF (0,10)=2,61 Prob=0,94 DW=1,95	ADF (0,10)=3,20 Prob=0,27 DW=2,15	
اختبار "فيليب-بيرون"						
2,47	3,02	3,03	1,65	1,52	1,82	القيمة المحسوبة لإحصائية τ_{λ}^* المعدلة
PP (0,01)=2,62	PP (0,01)=3,62	PP (0,01)=4,22	PP (0,01)=2,62	PP (0,01)=3,61	PP (0,01)=4,21	القيم الحرجة
PP (0,05)=1,95	PP (0,05)=2,94	PP (0,05)=3,53	PP (0,05)=1,94	PP (0,05)=2,94	PP (0,05)=3,53	
PP (0,10)=1,61 Prob=0,01 DW=2,00	PP (0,10)=2,61 Prob=0,04 DW=1,94	PP (0,10)=3,20 Prob=0,13 DW=1,92	PP (0,10)=1,61 Prob=0,97 DW=0,81	PP (0,10)=2,60 Prob=0,50 DW=0,87	PP (0,10)=3,19 Prob=0,67 DW=0,86	

اختبار KPSS						
	0,12	0,07		0,66	0,14	القيمة المحسوبة لإحصاء ثية LM
	KPSS (0,01)=0,73 KPSS (0,05)=0,46 KPSS (0,10)=0,34	KPSS (0,01)=0, 21 KPSS (0,05)=0,14 KPSS (0,10)=0,11		KPSS (0,01)=0,73 KPSS (0,05)=0,46 KPSS (0,10)=0,34	KPSS (0,01)=0,21 KPSS (0,05)=0,14 KPSS (0,10)=0,11	القيم الدرجة

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

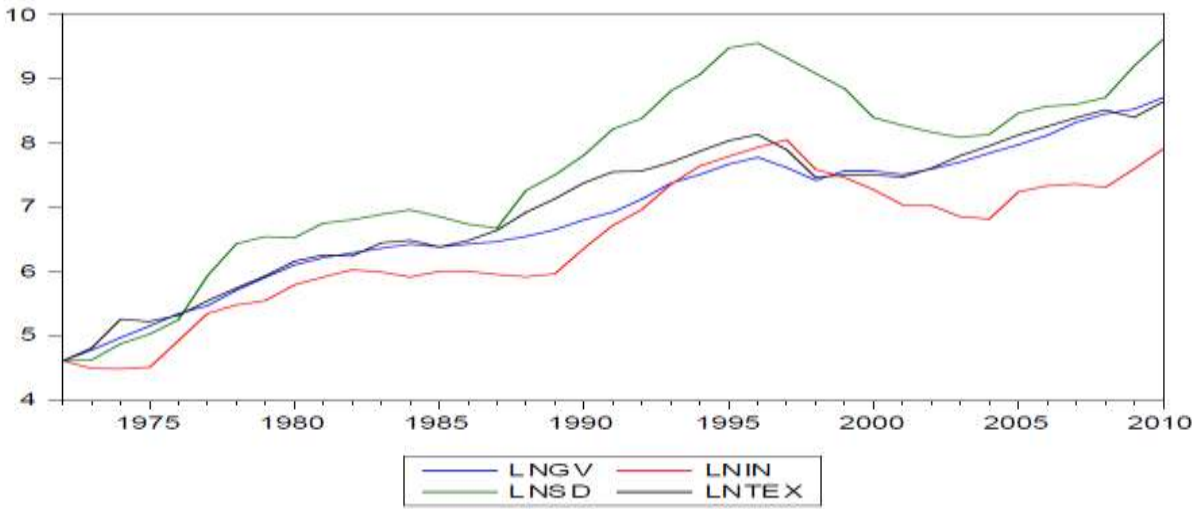
من خلال مقارنة القيم المحسوبة لكل من إحصائيات τ_{λ}^* و τ_{λ}^* المعدلة و LM مع القيم الدرجة للاختبارات المعنية ومقارنة القيمة المحسوبة للإحصائيات الواردة في الجدول أعلاه، يتضح أن السلسلة الزمنية للمديونية الخارجية قصيرة الأجل مستقرة عند المستوى الأول، أي أنها متكاملة من الرتبة الأولى I(1).

المبحث الرابع: اختبارات التكامل المشترك (Cointegration) والسببية (Casuality)

المطلب الأول: اختبارات التكامل المشترك

بعد الكشف عن عدم استقرارية سلاسل متغيرات النموذج الزمنية في المستوى واللجوء إلى إدخال الفرق الأول لتحقيق الاستقرارية، يمكن المرور إلى اختبارات التكامل المشترك بينها للكشف عن ما إذا كانت تمتلك خاصية التكامل المشترك التي تثبت وجود علاقة توازن في المدى الطويل بينها، بحيث تؤدي التقلبات قصيرة الأجل في إحداها إلى إزالة التقلبات في الباقي، ما يجعل النسبة بينها ثابتة. قبل مباشرة اختبارات الكشف عن التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج المقدر، يمكن رسم السلاسل الزمنية وفق الشكل البياني التالي:

الشكل البياني رقم (4-2): السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يلاحظ من الشكل البياني أعلاه أن السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج غير مستقرة وتتحرك في اتجاه واحد مما يثبت أن المتغيرات تتأثر بالزمن، أي أن هناك احتمال وجود علاقة بين المتغيرات في المدى الطويل. غير أنه تجدر الملاحظة أن العلاقة بين الاستثمار والمديونية الخارجية قصيرة الأجل تتجه للتوازن على المدى الطويل حيث حافظت على نفس الاتجاه وبتقارب كبير، فيما يظهر من الشكل أن العلاقة بين الاستثمار وكل من الإنفاق الحكومي والضريبة على الصادرات ليست بالقوية حيث أن الاتجاه كان نفسه، باستثناء أن المسافة

ليست بالثابتة والمستقرة بينها. وإثبات ذلك والحصول على تفسير دقيق للعلاقة طويلة الأجل بين السلاسل الزمنية للمتغيرات، سنقوم بإجراء اختبار "أنجل-قرانجر" (Engel-Granger Test).

الفرع الأول: اختبار "أنجل-قرانجر" (Engel-Granger Test)

يتطلب القيام بالاختبار التأكد من أن السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الرتبة، وهو ما تحقق في السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات التي يتضمنها النموذج المقدر. لتنفيذ الاختبار والتحقق من وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية، يتعين المرور على مراحل تبدأ بتقدير الصيغة الأصلية مع إدخال الفرق الأول، ومن خلال هذه الصيغة يمكن الحصول على سلسلة البواقي التي تخضع لاختبارات الاستقرار التي تعطي النتائج التالية:

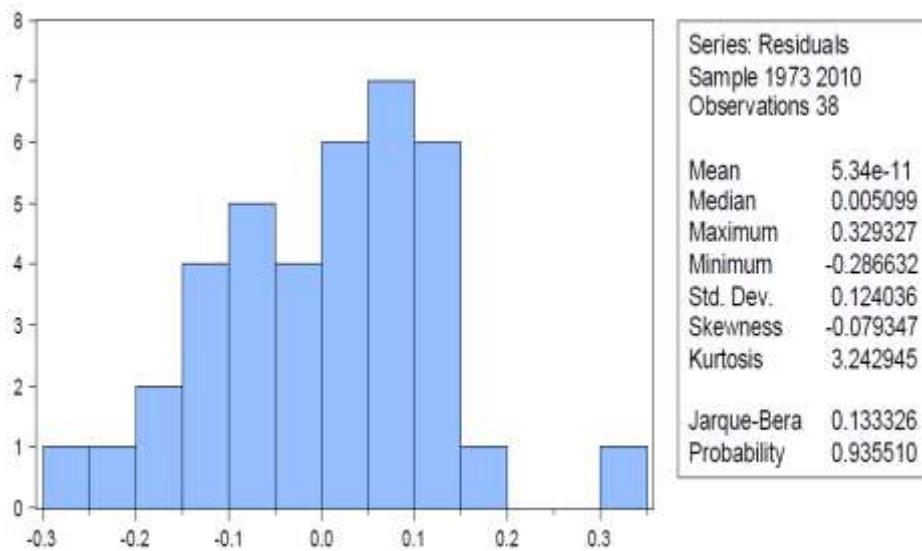
الجدول رقم (4-27): نتائج اختبارات الاستقرار للسلسلة الزمنية للبواقي

إحصائية مضاعف لاگرانج	احتمالية	إحصائية τ_{λ}^* المعدلة	الاحتمالية
الصيغة تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني			
	0,0053	- 4,465554 -4,219126 -3,533083 -3,198312	احتمالية اختبار "ديكي-فولار الموسع" مستوى 1 % مستوى 5 % مستوى 10 %
الصيغة تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني			
	0,0083	-4,294862 -4,219126 -3,533083 -3,198312	احتمالية اختبار "فيليب-بيرون" مستوى 1 % مستوى 5 % مستوى 10 %
الصيغة تحتوي على حد ثابت واتجاه زمني			
0,084005		0,216000 0,146000 0,119000	احتمالية اختبار KPSS مستوى 1 % مستوى 5 % مستوى 10 %

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتبين من بيانات الجدول أعلاه أن السلسلة الزمنية للبواقى مستقرة عند المستوى أي متكاملة، ما يعني أن هناك علاقة طويلة الأجل بين السلاسل الزمنية لكل من الاستثمار، الإنفاق الحكومي، الضرائب على الصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل، أي أن هناك اتجاه للتوازن والاستقرار في الأجل الطويل بالرغم من بعض الأحداث المؤقتة التي حدثت في فترات معينة، أبرزها أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008. إضافة إلى استقرار سلسلة بواقى معادلة الانحدار، يوضح الشكل البياني التالي أن سلسلة بواقى تقدير معادلة الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي، حيث أن القيمة المحسوبة للاحتماالية تفوق مستوى المعنوية 5% كما أن القيمة المحسوبة لإحصائية "جارك-بيرا" هي أقل من القيمة الجدولية على توزيع كا²، ومنه نقبل الفرض بعدم القائل بأن سلسلة البواقى تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل البياني رقم (4-3): التوزيع الطبيعي للبواقى



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

لتنفيذ نموذج تصحيح الخطأ، سنستخدم الفرق الأول عند تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج الذي سبق تقديره، حيث يوضح الجدول التالي نتائج التقدير:

الجدول رقم (4-28): نتائج تقدير النموذج الثالث وفق نموذج تصحيح الخطأ

القيمة المقدرة	الإحصائية
1,718134	إحصائية "داربن-واتسن"
0,121484	مجموع مربعات الانحدار

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8

يتضح من بيانات الجدول أعلاه أن النموذج عند الفرق الأول خالي من مشكلة الارتباط الذاتي ($d_u < DW < 4 - d_u$) إضافة إلى خلوه من مشكلة عدم ثبات التباين، حيث أن القيمة المحسوبة للاحتمالات هي أكبر من مستوى المعنوية 5% كما تبرزه البيانات التالية:

الجدول رقم (4-29): نتائج اختبارات عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي

القيمة المقدرة	الاحتمالية
اختبار "بروش-قودفراي" للارتباط الذاتي بين الأخطاء	
0,0583	احتمالية "فيشر"
-0,037842	معامل بواقي معادلة التقدير عند الفرق الأول
اختبار "أرك" لعدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	
0,3498	احتمالية "فيشر"

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتضح من بيانات الجدول أعلاه أن بواقي معادلة التقدير المبטئة لفترة واحدة (الفرق الأول) هي معنوية وذات إشارة سالبة كما هي متوقعة، حيث تشير إلى تغير الاستثمار بمقدار 69% نتيجة انحراف قيم الإنفاق الحكومي والضرائب على الصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل في الأجل القصير. بمقدار وحدة واحدة. بتعبير آخر، تتغير العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات بمعدل 69% نحو العلاقة طويلة الأجل، وهو معدل مرتفع يشير إلى أن المتغيرات تتجه بسرعة للتوازن في المدى الطويل ويستغرق حوالي 3,8 شهر حتى يصل إلى معدل التوازن طويل الأجل، حيث يمكن تفسيره باللجوء المكثف إلى الاستدانة الخارجية بآجال قصيرة (المديونية الخارجية قصيرة الأجل) لتوفير التمويل الكافي للاستثمارات في الداخل، مما يؤدي إلى انتعاش الاستثمار ومعه الإنتاج (القطاع الحقيقي).

الفرع الثاني: اختبار "جوهانسون للتكامل المشترك" (Johansen System Cointegration)

يعتبر هذا الاختبار الأفضل لتقدير النماذج التي تحتوي على أكثر من متغيرين، حيث يشترط أن تكون السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ومستقرة عند الفرق الأول، وهو ما تتوفر في نموذجنا المقترح. ولذلك

تعد "منهجية جوهانسن" الأفضل لتقدير العلاقة طويلة الأجل واختبار وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج من عدمه.

الجدول رقم (4-30): نتائج اختبار "جوهانسون" (Johansen) للتكامل المشترك

القيمة المقدرة	الإحصائية
إحصائية الأثر (Trace)	
54,29705	القيمة الإحصائية
47,85613	القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية 5%
إحصائية (Max-Eigen)	
30,57576	القيمة الإحصائية
27,58434	القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية 5%

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

تظهر بيانات الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر (Trace) أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية 5% عند السطر الأول، ما يعني رفض الفرض العدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل بين المتغيرات، أي أن هناك علاقة ارتباط على المدى الطويل بين الاستثمار والإنفاق الحكومي والضرائب على الصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل على الرغم من وجود اختلال في الفترة قصيرة الأجل، وهو ما تأكده نتيجة الاختبار في ملاحظة الجدول أعلاه التي ترى أن هناك علاقة تكامل مشترك واحدة على الأقل عند مستوى معنوية 5%. يؤكد الجزء الثاني من الجدول نتيجة الجزء السابق، حيث أن القيمة المحسوبة لإحصائية (Max-Eigen) تفوق القيمة الحرجة، ولذلك نرفض الفرض العدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك تأكده نتيجة الاختبار في الجزء الثاني من الجدول أعلاه، والتي ترى أن هناك علاقة تكامل مشترك واحدة على الأقل عند مستوى معنوية 5%.

المطلب الثاني: اختبار السببية

الفرع الأول: اختبار "غرانجر للعلاقة السببية بين المتغيرات" (Granger Casualty)

لاختبار العلاقة السببية بين الاستثمار والإنفاق الحكومي والضرائب على الصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل سوف نعلم على اختبار "غرانجر" للعلاقة السببية بين المتغيرات بفترتين تأخير عند الفرق الأول حيث جاءت النتائج كالتالي:

الجدول رقم (4-31): نتائج اختبار "غرانجر" (Granger Casualty) للعلاقة السببية بين المتغيرات

القيمة المقدرة للإحصائية	المتغير
DLNIN المتغير المستقل	
0,0024	المتغيرات المستبعدة
0,0533	DLNGV
0,0197	DLNTEX
0,0007	DLNSD
	الجميع
DLNGV المتغير المستقل	
0,0826	المتغيرات المستبعدة
0,3516	DLNIN
0,0032	DLNTEX
0,0325	DLNSD
	الجميع
DLNTEX المتغير المستقل	
0,2517	المتغيرات المستبعدة
0,1864	DLNIN
0,2150	DLNTGV
0,3105	DLNSD
	الجميع
DLNSD المتغير المستقل	
0,3046	المتغيرات المستبعدة
0,6466	DLNIN
0,6126	DLNTGV
0,4216	DLNTEX
	الجميع

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يلاحظ من بيانات الجدول أعلاه أن العلاقة بين الاستثمار وباقي المتغيرات التفسيرية المستقلة فرادى هي ذات معنوية إحصائية، وأن العلاقة بين الاستثمار وباقي المتغيرات التابعة كمجموعة هي الأخرى تتمتع بالمعنوية الإحصائية، حيث أن القيمة المحسوبة للاحتتمالية هي أقل من مستوى المعنوية 5%، وبذلك نرفض

الفرض العدم القائل بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات ما يعني أن هناك علاقة سببية ذات معنوية إحصائية بين المتغيرات أي أن الإنفاق الحكومي والضرائب على الصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل تسبب الاستثمار سواء بصفة فردية أو كمجموعة.

يأجراء المقارنات للقيمة الإحصائية مع مستوى المعنوية 5% بالنسبة لكل متغير مستقل وباقي المتغيرات يتبين أن القيمة المحسوبة للإحصائية أكبر من مستوى المعنوية سواء بالنسبة للمتغيرات فرادى أو كمجموعة باستثناء الاستثمار والإنفاق الحكومي والمديونية أين لوحظ أن القيمة المحسوبة للإحصائية أقل من مستوى المعنوية ولكن تفضل الضرائب على الصادرات غير معنوية ولا تسبب الإنفاق الحكومي مما يجعلنا نرفض المجموعة رغم أنها معنوية. وعليه، نستطيع قبول الفرض العدم القائل بأنه لا توجد علاقة سببية، ما يعني أنه لا توجد علاقة سببية بين كل متغير مستقل وباقي المتغيرات بما فيها المتغير التابع.

تشير خلاصة الاختبار إلى أن متغيرات النموذج المستقلة، وهي الإنفاق الحكومي والضرائب على الصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل، تسبب الاستثمار سواء بمفردها أو كمجموعة في حين أن المتغيرات المستقلة لا تؤثر في بعضها باستثناء المديونية الخارجية قصيرة الأجل والإنفاق الحكومي، أي أن العلاقة بينها هي في اتجاه واحد (Uni-directional Casuality).

الفرع الثاني: تقدير النموذج

بعد اجتياز اختبارات التكامل المشترك والسببية، يمكن تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج كالتالي:

الجدول رقم (4-32): تقدير النموذج عند الفرق الأول

المتغير	القيمة المقدرة للمعامل	احصائية ستودنت
C	-0,024838	-0,66
DLNGV	0,701174	1,79
DLNTEX	-0,255814	-1,07
DLNSD	0,478909	4,03
R ²	0,504087	
SE	0,151434	
RSS	0,779693	
F-statistic	11,52013	
Prob (F-statistic)	0,000023	
DW stat	2,033760	

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

اعتماداً على البيانات التقديرية في الجدول أعلاه، يمكن صياغة معادلة الانحدار عند الفرق الأول، والتي توضح العلاقة بين الاستثمار من جهة والسياسات الاقتصادية من جهة أخرى، كالتالي:

$$DLNIN = -0,024 + 0,701*DLNGV - 0,255*DLNTEX + 0,478*DLNSD$$

$$(-0,66) \quad (1,79) \quad (-1,07) \quad (4,03)$$

$$R^2=0,50 , SE=0,15 , RSS=0,77 , F\text{-statistic}=11,52 , DW=2,03$$

يتضح من بيانات الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية دارين-واتسن تكاد تساوي 2، وهي القيمة التي تقع في منطقة الحسم بالقبول بعدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى في جدول القيم الحرجة لاختبار "دارين-واتسن"، ما يعني أن بواقي معادلة الانحدار عند الفرق الأول خالية من مشكلة الارتباط الذاتي. بالمثل سنقوم بإجراء اختبارات الكشف عن عدم ثبات تباين حد الخطأ في بواقي التقدير، حيث يوضح الجدول التالي نتائج تلك الاختبارات:

الجدول رقم (4-33): نتائج اختبارات الكشف عن عدم ثبات تباين حد الخطأ للنموذج عند الفرق الأول

الاختبار	إحصائية "ف"	احتمالية Chi-Square
اختبار "بروش-بيقان"	3,21	0,18
اختبار "وايت"	3,99	0,20
اختبار "أرك"	0,0002	0,98

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews8.

يتضح من بيانات الاختبارات الواردة في الجدول أعلاه أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين أي أن تباين البواقي يبقى ثابت، حيث أن القيم المحسوبة لإحصائية "ف" هي أقل من القيم الجدولية للاختبار كما أن القيم المحسوبة لاحتمالية Chi-Square هي أكبر من مستوى المعنوية 5% .

تؤكد النتائج الواردة في هذا الجدول ما تم التوصل إليه سابقاً، حيث أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، فالنموذج يمتلك سرعة تكيف سريعة تمكنه من الانتقال من الإختلالات القصيرة الأجل إلى التوازن طويل الأجل، فالإنفاق الحكومي يستطيع تصحيح انحرافه عن قيمته التوازنية بسرعة 70,11% خلال سنة وهو معامل حد تصحيح الخطأ، أي يستغرق 1,42 سنة حتى يتعدل ويحقق التوازن. بالمثل،

يستغرق تعديل كل من الضرائب على الصادرات والمديونية الخارجية قصيرة الأجل باتجاه قيمتهما التوازنية ما يقارب 3,9 و2 سنة على التوالي، كما يلاحظ أن إشارات المعلمات المقدرة جاءت حسب ما تتوقع النظرية الاقتصادية.

التفسير الاقتصادي

أسفرت الاختبارات الإحصائية التي أجريت على تايلاند عن إسقاط تأثير السياسة النقدية الممثلة بالعرض النقدي بمفهومه الواسع في تغير نشاط القطاع الحقيقي الممثل بالاستثمار، حيث لم تعد أدوات السياسة النقدية تمتلك التأثير على النشاط الاقتصادي، وبالتالي لم يعد القطاع المالي يتأثر بالأحداث الجارية في القطاع الحقيقي. كذلك، تكشف اختبارات النموذج عن التأثير المحدود وغير المعنوي للمديونية الخارجية طويلة الأجل وتفضيل تايلاند الاعتماد على الاستدانة بأجل قصيرة في تمويل استثماراتها على الرغم من مزايا المديونية الخارجية طويلة الأجل، حيث أنها أكثر استقراراً وعادة ما يتم توظيفها في مشاريع استثمارية منتجة تكون قادرة على تسديد أعباء الديون الخارجية.

وفي أسباب التغير الذي حدث، تكشف علاقة السببية عن تأثير الاستثمار في تايلاند بكل من الإنفاق الحكومي والمديونية الخارجية قصيرة الأجل والضرائب على الصادرات، مما يدل على اعتماد تايلاند على الإنفاق الحكومي واللجوء إلى الخارج للاستدانة بأجل قصيرة ثم قطاع التصدير للتغلب على شح الموارد المحلية في تمويلها للاستثمارات المحلية بدلا من النظام المالي. تكشف العلاقة عن ضعف ومحدودية تأثير الموارد المحلية في تمويل الاستثمار المحلي ومن ثم النشاط الاقتصادي، ما يزيد من ضعف وهشاشة الاقتصاد المحلي اتجاه الصدمات الخارجية ويجعل من خيارات السلطات للتصدي للأزمات الخارجية جد محدودة. ساهم الاعتماد المفرط على المديونية الخارجية بأجل قصيرة في إدمان الاقتصاد المحلي على المدخرات الأجنبية، وأبعد النظام المالي عن لعب الدور الذي من المفروض أن يؤديه في تمويل الاستثمارات المنتجة، الأمر الذي نتج عنه اختلال العلاقة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي وضعف الارتباط بينهما، فترجع دور العرض النقدي عن ممارسة أي تأثير معنوي

أو التسبب في الاستثمار المحلي، وأصبح حجم المعاملات التي تتم فيه تبلغ أضعاف المعاملات الجارية في القطاع الحقيقي، ما أدى إلى بلوغ معدل نمو العرض النقدي أكثر من أربع أضعاف النمو المسجل في الاستثمار متجاوزا الناتج المحلي الإجمالي (ابتداء من سنة 1997). استمرت الفجوة في التوسع بعد سنة 1998، وهو ما صعب من مهمة تحقيق الاستقرار المحلي نظرا لضعف تأثير السياسة النقدية التي تعتبر أكثر السياسات الاقتصادية تأثيرا على النشاط الاقتصادي، والتي كثيرا ما تستخدمها السلطات المحلية.

من ملاحظة تطور المتغيرات عبر الفترة الزمنية 1972-2010، يتضح أن الاختلال بين القطاعين الحقيقي والمالي قد تفاقم بعد سنة 1998، وهي السنة التي اشتدت فيها وتيرة أزمة جنوب شرق آسيا 1997 حيث عاد فيها العرض النقدي ليرتفع بعد فترة من الانكماش بعد انفجار الأزمة، أي من نهاية سنة 1996 إلى نهاية سنة 1998، بينما سجل الاستثمار انخفاضاً حاداً ابتداءً من سنة 1997 واستمر في التراجع إلى نهاية سنة 2004 حين بدء ينتعش، ولكن ظل الارتفاع بعد ذلك ضعيفاً ومتذبذباً مقارنة مع العرض النقدي. يمكن تفسير هذه التقلبات في الاستثمار في أن الإفراط في الاستدانة من الخارج بأجال قصيرة قد وضع المستثمرين في حالة من الارتباك، وعمق من حالة الشك واليقين لديهم من قرار الحكومة اللجوء إلى زيادة عرض النقود والاستدانة لتغطية نفقاتها المتزايدة للتعامل مع حجم المديونية الكبير وأعبائها بعد تراجع الإنتاج المحلي ابتداءً من سنة 1996 وتسجيل الطلب على الصادرات تقلبات حادة، فسجلت المديونية ارتفاعاً قياسياً ابتداءً من سنة 1987 بلغت أوجها في سنتي 1996 و1997 بنسب 63,29% و140,66% من إجمالي الصادرات والاحتياطيات على التوالي، وهي مؤشرات تعكس اتجاه تايلاند للمجازفة بالاستدانة من الخارج وتحمل مخاطر العجز عن السداد في ظل انكماش المؤشرات الاقتصادية العامة. وفي ظل هذه البيئة، قام المستثمرين بتأجيل تنفيذ استثماراتهم في المشاريع الإنتاجية الحقيقية وعدم المخاطرة وتفضيل المشاريع سريعة العائد التي لا تضيف كثيراً للطاقة الإنتاجية، ما أضعف قدرة تايلاند على سداد الأعباء الخارجية وتخصيص جزء كبير من الاحتياطيات الأجنبية وحصيلة الصادرات لسداد أعباء الديون والتي خفضت بدورها من حجم الادخار المحلي. مع التقلبات الحادة في الصادرات، تعقدت الوضعية أكثر مع اضطرار السلطات إلى تخصيص جزء كبير من الإنتاج الموجه لتغطية الطلب المحلي إلى التصدير وتخفيض قيمة العملة لتشجيع الطلب الخارجي على الصادرات، ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع المحلية وأسعار الواردات وتراجع المدخرات المحلية التي استمرت في التراجع والتذبذب نتيجة ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك، وهو ما يعود بالسلب على الاستثمار والنشاط الاقتصادي الذي قد تضطر معه السلطات إلى الاستدانة من الخارج لتلبية الحاجات التمويلية للاستثمار.

يعكس ارتفاع المديونية الخارجية وتفاقم الدين العام نتيجة ارتفاع الإنفاق الحكومي ضعف أو تردد القطاع المالي وخاصة البنوك، في تعبئة المدخرات المحلية، كما يعكس ضعف أجهزة الإشراف والرقابة على النظام المالي ما حفز البنوك على تفضيل تمويل الاستهلاك الترفي والاستيراد، فسجل الحساب الجاري في تايلاند عجزاً كبيراً خلال الفترة التي سبقت أزمة جنوب شرق آسيا 1997 وتراجعا ثم عجز في الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008. أدى ارتفاع العرض النقدي وتدفق القروض الخارجية، في ظل تراجع الاستثمار إضافة إلى ارتفاع الواردات وتهاوي قيمة العملة أمام الدولار، إلى ضغوطات على الأسعار نتج عنها ارتفاع التضخم في الفترات التي سبقت اندلاع الأزمات الماليتين، هذا الارتفاع في الأسعار عادة ما يصاحبه تدهور

القدرة الشرائية وانخفاض الميل الحدي للادخار، وبالتالي تراجع الادخار المحلي الذي يدفع إلى الاستدانة من المدخرات الأجنبية لتمويل الاستثمار.

إن الحالة التايوانية تعبر بوضوح عن مخاطر الإفراط في عرض النقود تحت تأثير نشوة تدفق القروض الأجنبية، فاللجوء إلى إصدار المزيد من النقود في غياب أنظمة إشراف ورقابة قوية وفعالة قادرة على ضمان انسياب هذه القروض إلى تمويل الفرص الاستثمارية المنتجة القادرة على التصدير يشجع على زيادة الإنفاق الحكومي وتوجهه لتغطية النفقات الجارية وزيادة القروض الموجهة إلى الاستهلاك على حساب الاستثمارات المنتجة، ما يؤدي في النهاية إلى ارتفاع معدل نمو العرض من النقود بما لا يتناسب مع حالة النشاط الاقتصادي الحقيقي وضعف العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وهو ما يكون له عواقب وخيمة على الاقتصاد وعلى التوازنات المالية الداخلية والخارجية.

في هذا الصدد، كشفت الأزمة المالية الحالية التي تجتاح الجزائر عن اختلالات خطيرة ابتداء من سنة 2014، فالتراجع الحاد في أسعار البترول قد تسبب في تراجع الناتج المحلي الإجمالي ابتداء من سنة 2008 وذلك على الرغم من البرامج التنموية الهامة التي خصصتها السلطات التي بلغت 1200 مليار دولار من سنة 2001 إلى 2009 لدعم النمو الاقتصادي وبناء نموذج اقتصادي مستدام ومتنوع. أدى التراجع المسجل في النشاط الاقتصادي إلى تراجع الاستثمارات والطلب على القروض الاستثمارية، حيث لم تتعدى قروض الاقتصاد الموجهة للاستثمار نصف الكتلة النقدية المتداولة التي لم تتوقف عن النمو، وهو ما يكشف عن أن نمو الكتلة النقدية لا يتأثر بالأحداث الاقتصادية الداخلية، وجعل الاقتصاد الجزائري أكثر عرضة للصدمات والأزمات الخارجية، خاصة في ظل تآكل الاحتياطات الأجنبية وارتفاع العجز في ميزان المدفوعات، ما يرفع من احتمالات اللجوء إلى الاستدانة الخارجية وما تحمله من تداعيات سلبية على النشاط الاقتصادي، فرغم انخفاض الدين العام الخارجي إلا أنه ما زال يؤثر سلباً على معدلات النمو الاقتصادي¹.

أدت البرامج التي تم تمويلها عن طريق الإنفاق الحكومي إلى ارتفاع حجم الكتلة النقدية المتداولة في السوق، فأكثر من نصف الإنفاق الحكومي (متوسط 60%) لازال يوجه لتغطية نفقات التسيير، بينما لازال متوسط نفقات التجهيز ورأس المال على أهميتها لا يتعدى 40% من إجمالي الإنفاق العام الحكومي الذي بدأ بالارتفاع ليتجاوز حصيلة العائدات الجبائية بداية من سنة 2008، ما أدى إلى اللجوء إلى صندوق ضبط الإيرادات الذي استنزف، في الوقت الذي سجل فيه الاقتصاد تباطؤاً نتيجة الانخفاضات الحادة في أسعار البترول. ترتب على ذلك زيادة العرض النقدي وارتفاع معدل التضخم وزيادة الأعباء العامة. يمكن القول أن

¹ عيساني العارم وناصر ثابت، المرجع السابق، ص 329-335.

التوجه العام لزيادة الإنفاق الحكومي وزيادة القروض الموجهة إلى الاستهلاك بدلا من الاستثمارات المنتجة يمكن أن يضع السلطات في حالة عجز عن سداد التزاماتها الخارجية، ويرفع من هشاشة الاقتصاد أمام الصدمات والأزمات الخارجية.

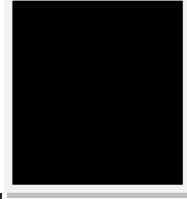
خلاصة الفصل الرابع

بعد تقدير النموذج واختبار صحة التوصيف، تم عرض النموذج على اختبارات الكشف عن المشاكل القياسية، وتم تقدير النموذج في الفترة الممتدة بين سنتي 1972 و2010 الذي أثبتت متغيراته أنها تتصف بخاصية التكامل المشترك كما توجد علاقة سببية بين متغيراته المستقلة ومتغيره التابع، مما يجعله صالحاً لتفسير العلاقة بين مختلف المتغيرات التي تعبر عن السياسات الاقتصادية في تايلاند التي تنفذ عادة للتأثير على النشاط الاقتصادي من خلال الاستثمار واستعادة التوازنات الاقتصادية، ومن خلالها يمكن دراسة العلاقة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي.

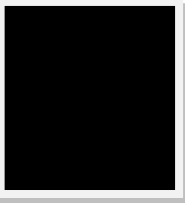
اعتماداً على النموذج المقدر، توصلنا إلى مجموعة من النتائج الهامة التي يمكن استخدامها لتفسير العلاقات الاقتصادية التي تحدث عادة في مختلف القطاعات الاقتصادية، والتي بدورها يمكن الاعتماد عليها للاسترشاد بمشاشة الاقتصاد والتنبؤ بالأزمات المالية. ترتب على الإفراط في الإصدار النقدي واللجوء إلى الاستدانة من الخارج بأجال قصيرة لتجاوز مشكلة عدم كفاية الموارد المحلية (الإدخار المحلي) زيادة الكتلة النقدية وتشجيع الحكومة على رفع إنفاقها الحكومي، فتخمة النقود وسهولة الوصول إلى المدخرات الأجنبية أفقدت البنوك والمؤسسات المالية الحافز على تشجيع وتعبئة المدخرات المحلية وشجعها على تمويل الاستهلاك الترفي والاستثمارات غير المنتجة، الأمر الذي أبعده البنوك ومعها النظام المالي عن لعب الدور المنوط بها في تمويل الاستثمارات وتعبئة المدخرات المحلية وأضعف العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي.

كشفت النموذج عن أن الاعتماد المفرط على قطاع التصدير في تشجيع النشاط الاقتصادي ساهم في كشف الاقتصاد المحلي أمام الصدمات والأزمات الخارجية، فأبي تذبذب في نشاط القطاع من شأنه أن يدفع السلطات إلى اتخاذ تدابير كتخفيض سعر الصرف الذي قد يرفع أسعار الواردات. باجتماع هذه الظروف، من المتوقع أن يرتفع معدل التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الصادرات وتراجع الطلب عليها ومن ثم تدهور بيئة الاستثمار، إضافة إلى تآكل المدخرات، وهي عوامل من شأنها أن تدفع السلطات إلى اللجوء إلى الاستدانة مجدداً للحصول على التمويل اللازم من أجل دفع عجلة النمو الاقتصادي، ومن ثم ارتفاع العرض النقدي مجدداً.

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



الخاتمة العامة



إعداد الطالب: نبيل بن موسى

بظهور النقود، عرف العالم نقلة تاريخية وتطورات نوعية أفرزت تطور القطاع المالي وتنوع وتوسع وسائل الدفع والتي سهلت عملية تبادل السلع والخدمات، ما انعكس في ظروف الإنتاج التي تحسنت وتطور بذلك الإنتاج كما ونوعا. كان القطاع المالي دوما في خدمة القطاع الحقيقي والمؤسسات الإنتاجية ودعما لنموها، بحيث كان هو المرآة العاكسة لأداء القطاع الحقيقي بفضل عملية الوساطة المالية التي تقوم بها مؤسساته، التي عرفت هي كذلك تطورا وتنوعا سمحت بـ:

- حشد الأموال والمدخرات؛

- تسهيل التبادل، والتغطية، والمشاركة في تحمل المخاطر المتنوعة؛

- تخصيص الموارد؛

- تحسين إدارة الشركات الإنتاجية؛

- توفير المدفوعات وخدمات أخرى.

تعتبر الخدمات المقدمة من مؤسسات القطاع المالي أساسية وحيوية للقطاع الحقيقي، فهي تسمح بإزالة حالة عدم اليقين وتشجع المؤسسات الإنتاجية على الاستثمار والاستمرار في الإنتاج وزيادة التراكم الرأسمالي، ومن ثم زيادة الثروة والدخل القومي. غير أن الترابط القوي بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي لم يستمر، حيث بدأ الاستقرار الاقتصادي والمالي يتعرض لهزات وتصدمات مع انهيار نظام قاعدة الذهب، فأدى ضغط الأحداث الدولية التي توالى بسرعة إلى انهيار النظام في 15 أوت 1972 وتسارع الدول في التخلي عن العمل به، ما خلف اضطرابات شديدة في العلاقات النقدية والتجارية الدولية وفوضى كبيرة في أسواق المال والصرف.

ضمن نظام قاعدة الذهب المنبثق عن اتفاقيات بروتون وودز استقرار العلاقات النقدية ومن ثم الاقتصادية الدولية بفضل الاشتراطات التي وضعت على الدول بخصوص حدود السيولة والتوسع النقدي، الأمر الذي فرض على الدول تشديد الرقابة على حركة رؤوس الأموال التي حدثت من تأثير المضاربات التي انحصرت دورها في تصحيح بعض الاختلالات وجعل من الأسواق المالية وأداء المؤسسات المالية تعكس معطيات المؤسسات الإنتاجية. مع انهيار النظام وزوال الحدود المفروضة على

العرض النقدي والسيولة وعلى اختيار السياسة النقدية المناسبة، رفعت القيود على رؤوس الأموال وشرعت كثير من الدول في تحرير أنظمتها المالية والاقتصادية، فترتب على ذلك دخول الأسواق في فوضى كبيرة اهتزت معها الثقة في المؤسسات النقدية الدولية، وارتفعت حدة التقلبات في أسعار الصرف وأسعار الفائدة إلى مستويات تاريخية، وتزايد دور المضاربات التي أصبحت عامل عدم الاستقرار وصانع للاختلال.

أدى إفراط الدول في تحرير أسواقها وفتحها لرؤوس الأموال إلى ظهور مؤسسات مالية متخصصة وضخمة تصدر وتروج للأدوات المالية المبتكرة، كما عمل تحرير الأسواق المالية على توفير المكان المناسب لتداول هذه الأدوات، حيث أعطت ثقة للمتعاملين في هذه الأصول، خاصة مع زيادة سيولة الأسواق وقيام كثير من البنوك التي تتمتع بسمعة جيدة بتمويل الأفراد والشركات على حيازة هذه الأصول سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، آخذة معها باقي المؤسسات المالية التي تورطت. في ظل هذه البيئة، أصبح إصدار الأصول المالية يتم في استقلال تام عن القطاع الحقيقي.

مع توالي الأحداث الاقتصادية ابتداء من سنوات الثمانينات، شهدت الأسواق تحولات عميقة مع انتشار سياسات التحرير والانفتاح غير السليمة، فتلاشت العلاقة التي كانت تربط النقود مع المتغيرات الاقتصادية؛ كالنمو الاقتصادي والدخل والأسعار، وتراجعت مكانة المجاميع النقدية التي طالما اعتمدت عليها السلطات النقدية كأهداف وسيطة في بلوغ الأهداف النهائية، ففقد العرض النقدي تأثيره في المتغيرات الاقتصادية ولم يعد له نفس الدور كما في السابق. أفقد انتشار الابتكارات المالية من مشتقات مالية وتوريق ومنتجات مهيكلية شديدة التعقيد المجاميع النقدية تأثيرها، وهو ما أضعف مصداقية وفعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما أن انتشار تلك المنتجات في الكثير من الأسواق وزيادة الإقبال عليها قد أفقد دالة الطلب على النقود استقرارها، ما جعل من الاقصادات عرضة للصدمات الخارجية وجعل من الحلول المطروحة للتصدي للأزمات المالية تفتقد الفعالية والنجاعة. وعليه، بدأت وتيرة ظهور الأزمات بالتسارع ابتداء من العقد الثامن من القرن الماضي، كما ارتفعت خسائرها وطالت مدتها وتعددت الأزمات المالية من حيث النوع

والأسباب، وانتقلت الأزمات من القطرية إلى الإقليمية والعالمية. فتح التحرير والانفتاح وانتشار الابتكارات المالية الفرصة للمضاربين لتوسيع أنشطتهم إلى أكثر من سوق وفي أكثر من قطاع مورطين صناديق استثمار وشركات تأمين ومؤسسات المالية، إضافة إلى البنوك التي زودت كثير من المضاربين بالسيولة، فتسببت تلك الاختلالات والانحرافات في حدوث انهيارات كبيرة ونشر الاضطرابات التي انطلقت من بنوك وضخمتها الأسواق المالية. وبذلك، دشّن التحرير المالي والانفتاح الاقتصادي حقبة جديدة من عدم الاستقرار في العلاقات النقدية الدولية، وأصبح القطاع المالي ينشط ويتوسع في استقلال عن القطاع الحقيقي وعلى حسابه، تمخض عنه تعدد الأزمات المالية وزيادة وتيرة حدوثها.

تمثل الأزمات المالية مظاهر متطرفة للتفاعلات بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، فغالبا ما تكون الأزمات المالية مزيجا من الأحداث بما في ذلك التغيرات الكبيرة في حجم الائتمان وأسعار الأصول والاختلالات الشديدة في الوساطة المالية، ولاسيما توفير التمويل الخارجي ومشاكل الميزانية العمومية واسعة النطاق، ويمكن أن تكون مدفوعة بمجموعة من العوامل. تسبق الأزمات المالية عادة مجموعة من المؤشرات؛ كانتعاش أسعار الأصول والائتمان الذي يتحول بعد ذلك إلى تراجع. رغم الاختلاف في طبيعة الأزمات، إلا أنها تشترك في مجموعة من العناصر، وعادة ما ترتبط الأزمة المالية بوحدة أو أكثر من الظواهر التالية:

- تغيرات كبيرة في حجم الائتمان وأسعار الأصول؛
- ظهور الفقاعات التي تمثل شكلا متطرفا لحركة أسعار الأصول؛
- اضطرابات شديدة في الوساطة المالية وتوفير التمويل الخارجي لمختلف الجهات الفاعلة في الاقتصاد؛

- مشاكل الميزانية العمومية واسعة النطاق لدى الشركات والأسر والوسطاء الماليين والجهات السيادية مدفوعة بعدة عوامل بعضها غير عقلاني، تشمل تدافع مفاجئ على سحب الودائع من البنوك، والعدوى بين الأسواق المالية، توقف عمليات المراجعة خلال أوقات التوترات، ظهور انهيارات في أسعار الأصول وشح الائتمان، التخلص من الأصول بأثمان بخسة، ومظاهر أخرى متعلقة

بالاضطراب المالي، ما يستدعي تدخل ودعم الحكومات واسع النطاق في شكل دعم السيولة وإعادة الرسملة.

لذلك، فالأزمات المالية هي في العادة أحداث متعددة الأبعاد يصعب وصفها باستخدام مؤشر واحد. يؤكد التأثير الواسع النطاق للأزمات المالية أهمية وجود فهم عميق للأزمات، حيث أن آثار الاضطراب المالي تكون كبيرة وتمتد لتؤثر بشكل كبير على اتجاه النشاطات الإنتاجية وعلى سلوك السياسات الاقتصادية. رغم اختلاف الأزمات المالية، إلا أنها تتقاطع في تأثيرها على متغيرات القطاع الحقيقي من الاستهلاك والاستثمار والإنتاج الصناعي والتوظيف والتصدير والاستيراد، التي تسجل انخفاضات حادة ملحقة خسائر بكل الأنشطة الاقتصادية الحقيقية بفعل الروابط الأمامية والخلفية بينها، ومن ثم ركود اقتصادي.

تميل الأزمات المالية غالباً إلى جعل الركود أسوأ وأكثر تكلفة من الركود في دورة الأعمال العادية، فينكمش بسرعة وحدة بدلا من أن يتباطأ في ظروف الركود العادية، فعادة ما يستمر الركود إلى أكثر من سنة في المتوسط وحوالي سبع سنوات ليستعيد مستواه قبل الأزمة كما في حالة أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 بعد تدخل الحكومات والسلطات النقدية التي قد تلجأ إلى طبع النقود نتيجة شح السيولة في الأسواق المالية وضعف الإقبال على السندات الحكومية المطروحة لتمويل خطط الإنقاذ، وقد تجبر على دفع علاوة مخاطرة عالية وأسعار فائدة كبيرة، وقد يتقلص هامش تحرك الحكومات في حالة أزمات الديون التي قد لا تستطيع معها الحكومات زيادة إنفاقها خلال فترة الأزمات التي تعرف تراجع الإيرادات الضريبية، حيث أن الخسائر تظهر أكبر في الدول المتقدمة عنها في الدول الناشئة بالنظر إلى حجم الخطط التي تنفقها الدول المتقدمة لإنقاذ أنظمتها المالية. مع حدوث تغيرات في المتغيرات المالية؛ مثل أسعار الأصول المالية والائتمان الممنوح من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لنشاطات متشابهة التي تميل إلى الانخفاض الحاد، تنتقل الأزمات المالية من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي مع تسجيل النشاط الاقتصادي تباطؤا بسبب نقص التمويل لتصبح أزمات اقتصادية.

نتائج الدراسة

استهدفت هذه الدراسة إبراز أثر الاختلال بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي في ظهور الأزمات المالية، مع التطبيق على دولة تايلاند كنموذج خلال الفترة الممتدة من 1972 إلى غاية سنة 2010. من خلال التطرق إلى أهم الجوانب المتعلقة بالموضوع، استخلصنا مجموعة من النتائج، يمكن ذكرها كالتالي:

- يسبق الأزمات المالية عادة توسع في منح الائتمان وارتفاع أسعار الأصول التي تحدث آثار سلبية كبيرة على النشاط الاقتصادي؛

- تعتبر الفقاعات أبرز مظاهر الاختلال في عمل النظام المالي، حيث أن ظهورها ثم تضخمها يؤدي إلى جذب الاستثمارات إلى الأصول الخطيرة على حساب الأصول الجيدة لتحقيق ربح سريع على حساب الأصول الجيدة، وكذلك ارتفاع الرافعة المالية للمشاركين في الأسواق المالية. بمجرد انفجار الفقاعات تنهار أسعار الأصول بصفة عامة وبجدة، الأمر الذي يطلق حملة لبيع الأصول بأسعار مرتفعة والإحجام عن الاستثمار في الأصول بما فيها الجيدة، ويؤدي إلى إلحاق خسائر بالمؤسسات المالية التي شاركت في تمويل الطفرة في أسعار الأصول، إضافة إلى المؤسسات الإنتاجية نتيجة انخفاض أسعار الأصول المقدمة كضمانات للحصول على ائتمان لتمويل الاستثمارات وتشديد شروط الإقراض. وفي ظل ذلك، يصبح تمويل الاستثمارات صعبا سواء من داخل الدولة المتأزمة أو من خارجها بسبب تراجع التصنيف الائتماني للدولة، وارتفاع علاوة المخاطرة التي ترفع من تكاليف الاقتراض. تعتبر الفقاعات المالية أحسن تجسيد لتفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات في الأسواق، وفشل الأجهزة الإشرافية على الأسواق في ضبطها وتخفيض مخاطرها؛

- أظهرت الأزمات المالية أن تكامل الأسواق ماليا يحمل مخاطر، حيث لا يزال الهيكل المالي الدولي بعيدا عن التناسب المؤسسي مع مطالب النظم المالية المتكاملة التي تتميز بالتعقد، تتطلب معها معايير محاسبية ومؤسسية وأساليب مناسبة لتقييم المؤسسات والشركات وحاجة ماسة لتكثيف تبادل المعلومات المالية؛

- ساهمت العولمة وما ترتب عليها من تحرير الأسواق ثم تكاملها في نقل عدوى الأزمات المالية من السوق المتأزم إلى أسواق أخرى، ومن القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي؛

- بعدما كانت معايير كإنتاجية والمردودية طويلة الأجل هي التي تحدد تخصيص الاستثمارات، أدت المضاربات المدعومة بسيولة كبيرة في الأسواق المالية إلى ارتفاع العائد على الأصول المالية، بحيث أصبحت الاستثمارات في قطاع ما تخضع لمعيار العائد قصير الأجل المحقق، ما أدى إلى ارتفاع أسعار الأصول الخطيرة التي لا ترتبط بأي قاعدة حقيقية، وارتفعت هشاشة الوضع الاقتصادي؛

- أثبتت الأزمات المالية فشل الأسواق في تحقيق التوازن في ظل حيادية الدولة؛

- كشفت الأزمات المالية عن فشل الأجهزة والآليات المكلفة بتوقع الأزمات وقياس المخاطر، كما أثبتت الأزمات المالية فشل المؤسسات النقدية الدولية في ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي؛

- ساهمت السياسات النقدية والمالية التوسعية بشكل صريح أو ضمني في تخصيص كثير من الأموال المجمعة لدى المؤسسات المالية في أنشطة خطيرة، حيث قامت البنوك بتشجيع ضمني وصريح من البنوك المركزية بالاقتراض من بنوك أخرى أو من الأسواق المالية أو من البنوك المركزية دون مراعاة لاعتبارات السيولة والاحتياط، وهو ما أدى إلى تشكل الفقاعات وتفشيها غذتها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الساخنة الباحثة عن تحقيق عوائد سريعة بتشجيع من الدول الصناعية التي تبنت سياسات سهلة، أساسها تخفيض أسعار الفائدة زادت من المنافسة الشديدة بين البنوك على الإقراض والاقتراض الخطير. مع زيادة الائتمان نتيجة تخفيف البنوك للقيود الائتمانية على الشركات والأسر وظفت الأموال في المضاربات وتفاقت بذلك مشكلة الخطر المعنوي؛

- تعتبر البنوك المنشئ الرئيسي للأزمات المالية نتيجة الاختلالات التي تنشئ عن الإدارة السيئة لمواردها، فلا تخلوا أي أزمة من دور للبنوك فيها التي قامت في فترات الراج والازدهار الاقتصادي وتحت نشوة توفر السيولة وتدفع رؤوس الأموال وسهولة الولوج إلى أسواق التمويل الدولية

بالتماذي في الإقراض دون ضوابط وضمانات كافية، ودون دراسة جدوى كافية للمخاطر وقدرة المقترضين على السداد على المدى القصير والطويل من أجل تحقيق أرباح بدلا من تمويل الاستثمارات في المشاريع الإنتاجية. في ظل المنافسة بين البنوك لافتكاك نصيب أكبر من سوق الإقراض، تسربت نسبة كبيرة من السيولة إلى أنشطة خطيرة؛ كالقطاع العقاري وتمويل صناديق مضاربة، ما أدى إلى ارتفاع الرافعة المالية للمقترضين من الأسر والشركات إلى حدود خطيرة، وزاد اتساع عجز الميزان الجاري ومعه مديونية الدول للعالم الخارجي، وهي كلها شكلت بيئة هشة ساعدت المضاربين على إطلاق هجمات مضاربة على العملات والأسواق المالية؛

- لوحظ غياب أجهزة فعالة للإشراف والرقابة وضبط الأدوات المالية المبتكرة والممارسات في الأسواق المالية، حيث أدت الابتكارات المالية في ظل التحرير المالي سيئ التصميم والإدارة إلى ازدهار ائتماني هش، وزيادة مفرطة في الرافعة المالية للمقترضين والمقرضين من خلال تسهيل الدخول في المخاطرة، وخاصة من جانب مسيري الصناديق الذين يتلقون أرباحهم وعوائدهم من ارتفاع أسعار الأصول، مما دفعهم إلى الإقبال على الأصول الخطيرة التي ارتفعت أسعارها إلى مستويات غير عقلانية (الفقاعات)؛

- ساهم ضعف الأطر الإشرافية التي رافقت عملية التحرير المالي في تفشي المضاربات وتمكنها من الهيمنة على الأسواق المالية وتوجيهها لأحداثها، استخدمت فيها المشتقات المالية ومخرجات الهندسة المالية المستقلة عن الأصول العينية الإنتاجية التي جرى تحريفها عن هدفها المتمثل في الاحتياط من المخاطر لتصبح أدوات سامة لدى المضاربين تستخدم لتحقيق عوائد ريعية من الفقاعات المالية؛

- أدى ضعف الأطر الإشرافية والتشجيع غير المحدود من الحكومات والسلطات النقدية إلى تماذي البنوك في الإقراض غير السليم، ففي سبيل تلبية الطلب على الإقراض المدفوع من المضاربين اتجهت البنوك إلى الاقتراض من الخارج، الأمر الذي ساهم في ارتفاع الرافعة المالية لدى البنوك والشركات وانكشافها على أنواع من المخاطر وزيادة مديونية الدول للبنوك الخارجية؛

- أدت الاستدانة الخارجية إلى زوال الحدود الفاصلة بين الأسواق المحلية والأسواق الدولية وكشف الأسواق المدينة لمخاطر تقلب أسعار الصرف وأسعار الفائدة التي أصبحت تخضع للمضاربات، وهو ما أدى إلى الحد من فعالية السياسة النقدية في الحفاظ على الاستقرار، وحماية الأسواق من الصدمات الخارجية، وكذلك التعامل مع الأزمة بعد حدوثها؛

- كشف الإقبال على المشتقات المالية والأدوات المالية المركبة من مختلف الشرائح عن جهل الكثير بمخاطرها وجوانبها السلبية؛

- نتج عن انتشار المضاربات انخفاض كفاءة الأسواق المالية نتيجة تمتع المضاربين بمراكز قوى على حساب المستثمرين الجادين واستئثار فئة بالمعلومات والثروة. ومع انهيار أحد البنوك انتقلت الأزمة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، حيث عملت الأسواق المالية على تضخيم الأزمة نتيجة انتشار الأدوات المالية المشتقة فيها، حيث لم تعد هناك أزمة قطاع معين تنحصر في دولة معينة فالموجود هو أزمة شاملة تنقل عدوها إلى أكثر من دولة؛

- ساهمت المضاربات في رفع العوائد الربعية للأصول المالية وظهور فقاعات مالية، والتي انعكست سلبا على القطاع الحقيقي الذي عانى من تهميش بسبب انخفاض عائدته مقارنة بالعائد على الأصول المالية، وهو ما جعله أقل جاذبية للاستثمار؛

- أدى انفتاح أسواق المال والبنوك أمام رؤوس الأموال الأجنبية إلى تدفق كبير لرؤوس الأموال فاق القدرات الرقابية للسلطات النقدية التي لم تستطع مواكبة التغيرات المالية الدولية، وهو ما كشف البنوك أمام الصدمات الخارجية، خاصة وأن حركة رؤوس الأموال تخضع لكثير من العوامل من بينها الشائعات التي تؤثر على مشاعر المستثمرين. وعليه، تعرضت الأسواق إلى مخاطر حدوث انسحاب سريع وفجائي لرؤوس الأموال وترك الأسواق تغرق في حالة من الفوضى في ظل تفشي المضاربات وضعف الارتباط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، تبين جليا معها عدم قدرة النظام المالي على إعادة ضبط أوضاعه واستعادة التوازن بصفة منفردة بعيدا عن تدخل الحكومات والسلطات النقدية.

اختبار الفرضيات

بالنسبة للفرضية الأولى "شجعت بيئة التحرير المالي والانفتاح الاقتصادي في الدول المتأزمة وضعف المؤسسات الإشرافية والرقابية على انحراف المؤسسات المالية عن أداء الأدوار المنوطة بها المتمثلة في خدمة القطاع الحقيقي، وتضخم القطاع المالي وابتعاده عن أحداث القطاع الحقيقي" فهي صحيحة، حيث ترجع أسباب ثورة الإقراض وإهمال احتزام أصول العمل البنكي السليم وانتشار الفساد في إدارات المؤسسات المالية إلى ضعف أو تغاضي المؤسسات الإشرافية المسئولة عن الرقابة عن أنشطة المؤسسات المالية، وخاصة البنوك.

بالنسبة للفرضية الثانية "بعد ثورة التحرير المالي التي اجتاحت العالم، أصبح ظهور الأزمات المالية مقرونا بأسباب كثيرة ومتنوعة ومعقدة لعب فيها القطاع المالي الدور الأساسي" فهي صحيحة حيث فتح التحرير المالي المجال للمضاربات وطرح منتجات مالية شديدة التعقيد والتزكيب استعصى على كثير من المشاركين في الأسواق المالية والهيئات الإشرافية فهمها واستيعاب أبعادها ومخاطرها، وهو ما جعل من الأزمات المالية التي تلت موجة التحرير المالي عالية التكلفة وسريعة الانتشار وعصية على المعالجة السريعة.

بالنسبة للفرضية الثالثة "لعبت السياسة النقدية والمالية التوسعية والمتساهلة التي انتهجتها الدول المتأثرة بأزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008 دورا رئيسيا في تضخم الاقتصاد المالي وابتعاده عن الاقتصاد الحقيقي وضعف الارتباط بينهما" هي صحيحة، فتبني الدول المتأزمة لسياسات نقدية ومالية توسعية ومتساهلة لتوفير السيولة من أجل تسريع وتيرة النمو وتجنب الوقوع في ركود اقتصادي ساهم في زيادة العرض النقدي. في ظل ضعف الأطر الإشرافية وتشجيع المؤسسات الدولية، تسرب جزء هام من تلك السيولة إلى أنشطة المضاربات التي رفعت أسعار الأصول المالية إلى مستويات تاريخية وغير واقعية، ساهمت بطريقة غير مباشرة في تراجع الإقبال على الاستثمار في الأصول العينية الإنتاجية، وهو ما جعل من قيمة الأصول المالية تبلغ أضعاف قيمة الأصول الحقيقية وزادت من ضعف الارتباط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي.

التوصيات

- على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، يمكن تقديم بعض الاقتراحات إلى صانعي القرار وصانعي السياسات في الجزائر التي من شأنها أن تسهم في تجنب وقوع الأزمات المالية، من خلال:
- توجيه السياسات النقدية والمالية، اتخاذ التدابير، ووضع الآليات لربط القطاع الحقيقي والقطاع المالي؛
 - التنسيق بين السياستين المالية والنقدية؛
 - إعطاء الأولوية لتطوير المؤشرات الاقتصادية الداخلية، وذلك بالعمل على تطوير القطاع الحقيقي وتنويع هيكله وزيادة مرونته كي تستطيع كل القطاعات والأنشطة الإنتاجية أن تقوم بأدوارها وتنمية الاستهلاك المحلي؛
 - تجنب المخاطرة والدخول في تحرير مالي شامل في ظل ضعف الأطر الإشرافية وقلة خبرة البنوك المحلية في التعامل مع تدفقات رؤوس الأموال؛
 - العمل على تطوير السوق المالي المحلي وخاصة السوق الأولي حتى يتمكن من استقطاب المدخرات المحلية لاستخدامها في أوجه الاستثمار متوسط وطويل الأجل، وتقليل الضغط على البنوك. بما يجنب الدولة فتح باب الاقتراض الخارجي لسد فجوة الادخار، مع تشديد الرقابة على تدفقات الأموال الأجنبية قصيرة الأجل الباحثة عن تحقيق عوائد كبيرة في وقت وجيز دون الاهتمام بعواقب ذلك على الاقتصاد المحلي، ما يرفع من مخاطر السوق المالي ويبعده عن أحداث القطاع الحقيقي؛
 - ضبط عمل مؤسسات النظام المالي وإدخال إصلاحات عميقة عليها، وهو ما يتطلب وجود مؤسسات إشرافية ونظامية بسياسات واضحة المعالم والأهداف حتى يمكن اكتشاف الاختلالات وخاصة الفقاعات المالية، وتصحيحها ومحاسبة راسميتها ومنفذيها في وقت مبكر حتى لا تنتقل تداعياتها إلى القطاع الحقيقي؛
 - فتح الفرص للقطاع الخاص للتوسع أكثر وتقليص دور الحكومة في النشاط الاقتصادي إلى الحدود التي تسمح بتحقيق التوازن الاقتصادي، وذلك بالتخلي عن دعم الدولة للشركات الإنتاجية

والاقتراض أو سك النقود ومزاحمة القطاع الخاص على الموارد المالية، والتي قد تدفع به إلى التوجه إلى الاستدانة الخارجية أو تأجيل المشاريع الاستثمارية الخاصة ومن ثم تراجع أداء القطاع الحقيقي فسياسة الإنفاق العام تعتبر الوسيلة التي تتدخل بها الحكومات في النشاط الاقتصادي والتي تخضع لتطور الإيرادات الضريبية التي تتأثر بعوامل خارج سيطرة الحكومات؛

- مراقبة الكتلة النقدية وربطها بأحداث القطاع الحقيقي وتحسين أدوات التحكم في العرض النقدي، بحيث يعادل معدل نمو العرض النقدي النمو المسجل في النشاطات الإنتاجية الحقيقية، ذلك أن الكتلة النقدية تعتبر السبب المباشر والرئيسي في تشكل الفقاعات المالية، بحيث نرى ضرورة قيام البنك المركزي باستهداف مستوى العرض النقود بالمعنى الواسع (M2) في رقبته للسيولة في الاقتصاد؛

- تشديد الرقابة على تعامل البنوك في الابتكارات المالية لتجنب إساءة استخدامها؛
- تعزيز دور البنك المركزي للقيام بعمليات الإشراف والرقابة على مؤسسات القطاع المالي وإعطاءه استقلالية أكبر؛

- تعزيز وتحسين أجهزة الإنذار المبكر عن المخاطر في المؤسسات المالية وفي الأجهزة الرقابية؛
- تحسين مركزية المخاطر لدى مؤسسات النظام المالي، وخاصة البنوك، بما يسمح بغرلة الزبائن وتقييم أفضل لمخاطر العمل البنكي (المخاطر القانونية، المخاطر التشغيلية، مخاطر السوق مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، وغيرها) وتجنب الوقوع في مشكلة ارتفاع القروض الرديئة في محفظة البنوك المالية، وهذا يتطلب من البنوك تطوير كوادرها وتطبيق التقنيات الحديثة، لاسيما تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة واقتناء برمجيات؛

- زيادة رسملة البنوك والمؤسسات المالية وتحسين جودة الأصول والسيولة تماشيا مع حجم المخاطر؛

- تخفيض سيطرة البنوك المملوكة للدولة على السوق البنكي وعزل إدارة المؤسسات المالية المملوكة للدولة عن التأثيرات السياسية من خلال إيقاف تداخل الملكية والإدارة، بما يسهم في تحسين أداء المؤسسات المالية العمومية؛

- التوقف عن التدخل المفتوح بضخ السيولة وتقديم الضمانات للبنوك لتهدئة الأسواق والتعامل مع النظام المالي المتعثر، فالأمر يتطلب إعادة هيكلة عميقة وإعادة رسملة مناسبة تطل البنوك وتعظيم نجاعة الحوكمة المصرفية (الملاءة المصرفية، الرقابة الخارجية، تحديد الأموال الخاصة الإفصاح والرقابة الداخلية)، فلا يمكن أن يحل الدعم المفرط للسيولة وتقديم الضمانات بديلا عن إعادة الهيكلة وإعادة الرسملة المناسبة، ذلك أن معظم الأزمات البنكية تنطوي على مشاكل الملاءة وليس فقط مشكلة سيولة، فكلما كانت إعادة الهيكلة أسرع كانت النتائج أفضل حتى يزول عدم اليقين المتبقي الذي يؤدي إلى تقلص احتيازي في الاستهلاك والاستثمار، ومن ثم تفاقم حالة الركود. مع حدوث كل أزمة مالية، ينسحب المضاربين لينزكوا للسلطات الرسمية مهمة معالجة مخلفات الأزمة، فتكون المهمة دوما صعبة بسبب عدم امتلاك معلومات كافية عن أسباب الأزمة وتفصيلها وعن أنشطة المضاربين، وهو ما يجعل من السلطات تلجأ في بادئ الأمر إلى ضخ السيولة لتهدئة الأسواق، وهو إجراء لا يعالج أسباب الأزمات المالية، حيث أن الموقف يتطلب إصلاح الأسواق وإعادة هيكلتها لكبح الممارسات المضارباتية السلبية والسلوكيات العشوائية ووضع الأسواق والمؤسسات المالية تحت رقابة دائمة، وهذا لا يعني تأمين أو التدخل في عمل الأسواق والمؤسسات بل الهدف هو تأمينها من السلوكيات الخطيرة؛

- تطوير البنوك حتى تتمكن من القيام بوظائفها من خلال توسيع أنشطتها من الوساطة المالية التجارية إلى الاستثمارية لتقديم التمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع الاستثمارية في القطاع الحقيقي، بالاشتراك مع أكثر من بنك أو السماح بالدخول في ملكية وإدارة مشروعات إنتاجية ناجعة اقتصاديا، أو تأسيس مؤسسات تمويل مشتركة تسهم في تمويل وضمأن إصدار أوراق مالية لشركات

إنتاجية بما يسهم في ربط البنوك بالقطاع الحقيقي، وتقليل التمويل قصير الأجل الذي أثبتت الأزمات تسريه للمضاربات؛

- العمل على تعزيز نشر المعلومات وتوفير المعلومات مجاناً أو بتكاليف منخفضة، بما يسمح للأجهزة التنظيمية والإشرافية وحتى الجمهور بتقييم المخاطر وتصنيفها وغرلة المؤسسات والأصول الجيدة من الرديئة، الأمر الذي يعيد للنظام المالي انضباطه واستقراره؛

- تشجيع الشركات على ترقية استخدام الموارد الذاتية في التمويل والتقليل من اللجوء إلى التمويل الخارجي المحلي والأجنبي؛

- إلزام المؤسسات المالية وخاصة البنوك بزيادة الشفافية عن الأنشطة خارج الميزانية من توريق والمشتقات المالية والحد من اللجوء إليها كمصدر لإعادة التمويل، ذلك أنها تعتبر أحد مظاهر غياب الشفافية ومصدر لعدم اليقين وبالتالي أحد بؤر الأزمات المالية؛

- فرض الرقابة على تصنيفات شركات التصنيف الائتماني وإلزام وكالات التصنيف الائتماني بالكشف عن طريقة تصنيفها؛

- تأسيس أو المساهمة في تأسيس وإدارة شركات تصنيف ائتماني حكومية تكون محايدة ومحزفة؛

- الرقابة الصارمة على الاستدانة الخارجية قصيرة الأجل ومنعها لغير الحاجة، وتزداد الحاجة إلى تعزيز الرقابة في حالة الدول التي تشهد اختلال في المركز المالي؛ كالجائر التي تشهد وضعاً مالياً صعباً وتراجع في الاحتياطات الأجنبية في ظل تقلب العائدات من الصادرات النفطية نتيجة تراجع أسعار النفط، ومن الجباية العادية نتيجة الركود الاقتصادي الذي تسببت السياسات غير المناسبة في استمرار الاعتماد المفرط للاقتصاد الوطني على إنتاج وتصدير النفط والغاز شديد الحساسية للتطورات الاقتصادية والسياسية والصحية الدولية؛

- وضع ضوابط صارمة على الاستثمار الأجنبي المباشر لضمان مساهمته في زيادة الأصول الإنتاجية وفي الأنشطة الإنتاجية القابلة للتصدير، وعدم تسريه إلى قطاعات خطيرة؛ كالقطاع العقاري والخدمات، بما يؤدي إلى تشكل فقاعات؛

- إصلاح المؤسسات النقدية الدولية حتى تقوم بدورها في الكشف المبكر عن الاختلالات؛

- الحفاظ على الاحتياطات الدولية من الاستنزاف وتقوية المراكز المالية الخارجية للدول؛

- لمواجهة المضاربات على العملات التي تستنزف الاحتياطات الدولية للدول، تبرز أهمية

الرفع من مستوى التعاون مع البنوك الإقليمية وتعزيز نظام لتسوية المدفوعات البيئية؛

- تجنب التعامل بأسعار فائدة متغيرة، وتعديل أسعار الفائدة تماشياً مع الظروف الاقتصادية

والطلب على الائتمان؛

- هناك مجموعة واسعة من المؤشرات التي يمكن الاستدلال بها في التنبؤ بالأزمات المالية بما في

ذلك ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، أزمة قد تصيب أحد البنوك أو أكثر، انخفاض أسعار الأسهم

انكماش الصادرات، ارتفاع نسبة العجز في الحساب الجاري نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي

والاستثمار، ونسبة عالية من المجموع النقدي الواسع (M2) بالنسبة للاحتياطات الدولية والركود.

من بين تلك المؤشرات، نرى أن مؤشر الاختلال بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي يمكن أن يشمل

تلك المؤشرات بحيث يمكن استخدامه للتنبؤ بالأزمات المالية، ويفضل أن يكون شهرياً للتنبؤ

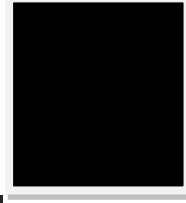
بالاختلالات التي تقود إلى ظهور الأزمات إن لم تتخذ الإجراءات المناسبة المبكرة لربط القطاعان ومن

ثم استعادة الاستقرار.

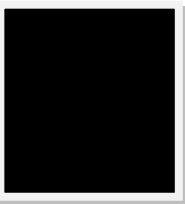
آفاق الدراسة

يعد موضوع الأزمات المالية وسبل الوقاية منها أحد أكثر المواضيع المتجددة والقابلة للدراسة المستمرة نظرا لتغير البيئة المالية المحلية والدولية، ودخول متغيرات جديدة قد تكون سببا في نشوب اختلال يقود إلى أزمة مالية. حاولت الدراسة التطرق إلى أهم الأسباب المؤدية إلى اختلال العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، والتي بناء عليها تم اقتراح مؤشر للتنبؤ بالأزمات المالية المتمثل في الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي. غير أن الطبيعة المتجددة للأزمات المالية تفرض البحث المستمر في أسباب أخرى ورصد المستجدات الوطنية والدولية بغية الوصول إلى بناء نماذج أخرى للتنبؤ بالأزمات المالية، خاصة بالنسبة للدول التي تعاني من هشاشة اقتصاداتها وضعف أنظمتها المالية كالجائر، الأمر الذي يفرض التأهب والحرص المستمر على تجنب أي اختلال قد يعرض النظام الاقتصادي لأزمة فجائية.

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



الملاحق



إعداد الطالب: نبيل بن موسى

الملحق رقم (01): تطور الاستثمار، العرض النقدي بالمفهوم الواسع (M2)، الإنفاق الحكومي، الضرائب على الصادرات، المديونية الخارجية قصيرة الأجل، والمديونية الخارجية طويلة الأجل في تايلاند خلال الفترة 1972-1972-
2010 (سنة أساس 1972)

تطور الضرائب على الصادرات	الضرائب على الصادرات	تطور المديونية الخارجية طويلة الأجل	المديونية الخارجية طويلة الأجل (مليون دولار)	تطور المديونية	المديونية الخارجية قصيرة الأجل (مليون دولار)	تطور الإنفاق الحكومي	الإنفاق الحكومي (مليار دولار)	تطور العرض النقدي بالمفهوم الواسع M2	العرض النقدي بالمفهوم الواسع M2 (مليار دولار)	تطور الاستثمار	الاستثمار (مليار دولار)	السنة
100	90,293	100	891,41	100	338	100	892,88	100	326,16	100	34,02	1972
122,11	110,26	101,26	902,69	101,47	343	118,26	1056	124,6	406,4	88,92	30,25	1973
190,97	172,43	130,24	1161	130,17	440	143,35	1280	150,75	491,71	88,04	29,95	1974
184,51	166,6	151,66	1352	151,77	513	171,91	1535	174,55	569,31	90,38	30,74	1975
202,85	183,16	180,38	1608	189,34	640	208,64	1863	210,08	685,2	137,14	46,65	1976
254,29	229,61	222,34	1982	373,96	1264	235,64	2104	250,98	818,63	208,6	70,96	1977
310,04	279,94	301,31	2686	619,52	2094	300,59	2684	299,87	978,06	238,72	81,21	1978
375,11	338,7	441,77	3938	692,3	2340	366,34	3271	341,74	1114,64	255,61	86,96	1979
470,92	425,21	633,37	5646	681,36	2303	445,41	3977	416,71	1359,18	326,75	111,16	1980
520,1	469,61	798,28	7116	851,47	2878	497,93	4446	452,66	1476,42	368,73	125,44	1981
512,25	462,53	936,82	8351	899,7	3041	536,46	4790	529,63	1727,48	412,57	140,35	1982
627,07	566,2	1072,11	9557	977,81	3305	577,34	5155	655,54	2138,13	398,54	135,58	1983
653,03	589,64	1184,41	10558	1050,5	3551	616,42	5504	763,29	2489,57	368,95	125,51	1984
589,71	532,47	1483,48	13224	946,74	3200	589,32	5262	740,53	2415,36	402,61	136,97	1985
649,89	586,8	1640,99	14628	840,23	2840	615,64	5497	868,93	2834,14	403,34	137,22	1986
763,95	689,8	1878,9	16749	788,16	2664	640,95	5723	1061,01	3460,63	383,09	130,32	1987
1011,26	913,1	1828,6	16301	1420,118	4800	693,93	6196	1272,84	4151,54	369,59	125,73	1988
1246,76	1125,74	1924,1	17152	1808,2	6112	770,42	6879	1580,53	5155,10	387,58	131,85	1989
1598	1442,89	2225,9	19842	2462,13	8322	898,88	8026	1992,91	6500,14	576,97	196,28	1990
1894,56	1710,66	2835,95	25280	3695,85	12492	1014,46	9058	2385,85	7781,78	825,25	280,75	1991

الملاحق

1924,58	1737,77	3044,38	27138	4357,1	14727	1235,54	11032	2768,63	9030,25	1052,59	358,09	1992
2198,14	1984,77	3374,75	30083	6696,44	22634	1587,99	14179	3304,92	10779,45	1562,41	531,54	1993
2605,07	2352,2	4085,31	36417	8632,84	29179	1815,68	16212	3682,73	12011,72	2071,72	704,81	1994
3082,3	2783,11	6281,94	55998	13045,85	44095	2132,97	19045	4377,04	14276,31	2416,74	822,18	1995
3390,55	3061,44	7310,2	65164	14116,86	47715	2374,66	21203	4760,17	15525,94	2772,38	943,17	1996
2678,82	2418,79	7792,8	69466	11194,08	37836	2032,51	18148	4598,27	14997,87	3132,45	1065,67	1997
1735,85	1567,36	8082,23	72046	8775,14	29660	1663,26	14851	3838,16	12518,68	1971,75	670,8	1998
1808,14	1632,63	7845,75	69938	6928,4	23418	1924,99	17188	4357,52	14212,64	1738,41	591,41	1999
1816,51	1640,18	6930,35	61778	4402,36	14880	1921,74	17159	4309,47	14055,92	1435,17	488,25	2000
1741,3	1572,28	5865,52	52286	3912,13	13223	1815,35	16209	4527,65	14767,53	1134	385,79	2001
2003	1809,03	5664,83	50497	3526,33	11919	1981,33	17691	4743,92	15472,95	1123,1	382,08	2002
2442,41	2205,33	5314,15	47371	3241,42	10956	2204,42	19683	5219,45	17023,94	944,46	321,31	2003
2844,07	2568	5249,76	46797	3398,81	11488	2539,29	22673	5695,1	18575,32	910,2	309,65	2004
3367,72	3040,82	4748,87	42332	4737,86	16014	2894,99	25849	6042,6	19708,76	1389,53	472,72	2005
3840,40	3467,62	4998,13	44554	5269,82	17812	3353,4	29942	6938,77	22631,73	1525,94	519,13	2006
4409,79	3981,74	4975,25	44350	5412,72	18295	4100,97	36617	8091,12	26390,27	1570,52	534,3	2007
4964,85	4482,92	5164,05	46033	6051,77	20455	4680,33	41790	9152,44	29851,89	1489,44	506,71	2008
4428,44	3998,59	5162,48	46019	9847,33	33284	5041,74	45017	9494,05	30966,12	1984,03	674,97	2009
5641,3	5093,72	6081,02	54207	14987,27	50657	6036,27	53897	11397,35	37173,96	2708,14	921,32	2010

المصدر: من إعداد الطالب بناء على بيانات البنك الدولي.

الملحق رقم (02): نتائج تقدير النموذج الأولي خلال الفترة 1972-2010 (حسب مخرجات برنامج

(EViews8

Dependent Variable: IN Method: Least Squares Date: 12/25/19 Time: 18:54 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	40.71703	64.61629	0.630136	0.5329
M	-0.131887	0.128615	-1.025446	0.3126
GV	0.118701	0.214477	0.553445	0.5837
TEX	0.143720	0.095456	1.505609	0.1417
SD	0.135816	0.016982	7.997721	0.0000
LD	0.119377	0.034225	3.487969	0.0014
R-squared	0.969278	Mean dependent var		1009.347
Adjusted R-squared	0.964623	S.D. dependent var		852.2210
S.E. of regression	160.2916	Akaike info criterion		13.13251
Sum squared resid	847882.6	Schwarz criterion		13.38844
Log likelihood	-250.0839	Hannan-Quinn criter.		13.22433
F-statistic	208.2307	Durbin-Watson stat		2.189961
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (03): نتائج اختبار "جارك-بيرا" (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي على النموذج الأولي خلال

الفترة 1972-2010 (حسب مخرجات برنامج (EViews8

Date: 12/25/19 Time: 19:06 Sample: 1972 2010						
	GV	IN	LD	M	SD	TEX
Mean	1561.013	1009.347	3283.178	3119.809	4033.735	1774.393
Median	1014.465	825.2548	2835.950	2385.856	3241.420	1735.859
Maximum	6036.278	3132.458	8082.234	11397.35	14987.28	5641.306
Minimum	100.0000	88.04919	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000
Std. Dev.	1463.820	852.2210	2634.471	3003.048	4176.607	1496.445
Skewness	1.352383	0.825097	0.309288	0.953478	1.166132	0.837315
Kurtosis	4.331762	2.663414	1.699816	3.171531	3.431971	2.834379
Jarque-Bera	14.77019	4.609197	3.368811	5.957091	9.142332	4.601705
Probability	0.000620	0.099799	0.185555	0.050867	0.010346	0.100173
Sum	60879.52	39364.55	128043.9	121672.5	157315.7	69201.32
Sum Sq. Dev.	81425179	27598665	2.64E+08	3.43E+08	6.63E+08	85095244
Observations	39	39	39	39	39	39

الملحق رقم (04): نتائج تقدير النموذج الأولي بعد التصحيح خلال الفترة 1972-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Date: 12/25/19 Time: 19:10 Sample: 1972 2010						
	LNGV	LNIN	LNLD	LNМ	LNSD	LNTEX
Mean	6.865864	6.470543	7.491277	7.348228	7.562295	7.005194
Median	6.922116	6.715692	7.950132	7.777313	8.083767	7.459258
Maximum	8.705543	8.049573	8.997424	9.341136	9.614957	8.637871
Minimum	4.605170	4.477896	4.605170	4.605170	4.605170	4.605170
Std. Dev.	1.092305	1.054786	1.380479	1.397716	1.447373	1.116934
Skewness	-0.340778	-0.374931	-0.826199	-0.434186	-0.527231	-0.499681
Kurtosis	2.233212	2.083202	2.409018	1.877100	2.298890	2.154587
Jarque-Bera Probability	1.710282 0.425223	2.279570 0.319888	5.004481 0.081901	3.274335 0.194530	2.605597 0.271770	2.784351 0.248534
Sum	267.7687	252.3512	292.1598	286.5809	294.9295	273.2026
Sum Sq. Dev.	45.33898	42.27781	72.41741	74.23717	79.60574	47.40654
Observations	39	39	39	39	39	39

الملحق رقم (05): نتائج تقدير النموذج الأصلي والمصحح خلال الفترة 1972-2010 (حسب مخرجات

برنامج EViews8)

Dependent Variable: IN				
Method: Least Squares				
Date: 01/02/20 Time: 14:01				
Sample: 1972 2010				
Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	40.71703	64.61629	0.630136	0.5329
M	-0.131887	0.128615	-1.025446	0.3126
GV	0.118701	0.214477	0.553445	0.5837
TEX	0.143720	0.095456	1.505609	0.1417
SD	0.135816	0.016982	7.997721	0.0000
LD	0.119377	0.034225	3.487969	0.0014
R-squared	0.969278	Mean dependent var	1009.347	
Adjusted R-squared	0.964623	S.D. dependent var	852.2210	
S.E. of regression	160.2916	Akaike info criterion	13.13251	
Sum squared resid	847882.6	Schwarz criterion	13.38844	
Log likelihood	-250.0839	Hannan-Quinn criter.	13.22433	
F-statistic	208.2307	Durbin-Watson stat	2.189961	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: LNIN				
Method: Least Squares				
Date: 01/02/20 Time: 14:03				
Sample: 1972 2010				
Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.137916	0.275545	4.129689	0.0002
LNLM	0.074698	0.167936	0.444801	0.6594
LNGV	0.382620	0.156479	2.445190	0.0200
LNTEX	-0.520422	0.172220	-3.021834	0.0048
LNSD	0.731727	0.069890	10.46963	0.0000
LNLD	0.035886	0.078295	0.458339	0.6497
R-squared	0.983809	Mean dependent var	6.470543	
Adjusted R-squared	0.981355	S.D. dependent var	1.054786	
S.E. of regression	0.144026	Akaike info criterion	-0.897009	
Sum squared resid	0.684534	Schwarz criterion	-0.641076	
Log likelihood	23.49167	Hannan-Quinn criter.	-0.805182	
F-statistic	401.0253	Durbin-Watson stat	1.327148	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (06): نتائج اختبار "رامسي للبواقى" (Ramsey Reset Test) للبواقى خلال الفترة 2010-1972 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Ramsey RESET Test			
Equation: UNTITLED			
Specification: IN C M GV TEX SD LD			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	1.095249	32	0.2816
F-statistic	1.199570	(1, 32)	0.2816
Likelihood ratio	1.435240	1	0.2309

Ramsey RESET Test			
Equation: UNTITLED			
Specification: LNIN C LNM LNGV LNTEX LNSD LNLD			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	2.770562	32	0.0092
F-statistic	7.676013	(1, 32)	0.0092
Likelihood ratio	8.385424	1	0.0038

الملحق رقم (07): نتائج تقدير النموذج الثاني بعد التصحيح خلال الفترة 2010-1972 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Dependent Variable: LNIN				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/19 Time: 19:20				
Sample: 1972 2010				
Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.137916	0.275545	4.129689	0.0002
LNIN	0.074698	0.167936	0.444801	0.6594
LNGV	0.382620	0.156479	2.445190	0.0200
LNTEX	-0.520422	0.172220	-3.021834	0.0048
LNSD	0.731727	0.069890	10.46963	0.0000
LNLD	0.035886	0.078295	0.458339	0.6497
R-squared	0.983809	Mean dependent var	6.470543	
Adjusted R-squared	0.981355	S.D. dependent var	1.054786	
S.E. of regression	0.144026	Akaike info criterion	-0.897009	
Sum squared resid	0.684534	Schwarz criterion	-0.641076	
Log likelihood	23.49167	Hannan-Quinn criter.	-0.805182	
F-statistic	401.0253	Durbin-Watson stat	1.327148	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (08): نتائج تقدير النموذج الثالث بعد التصحيح خلال الفترة 1972-2010 (حسب

مخرجات برنامج EViews8)

Dependent Variable: LNIN Method: Least Squares Date: 12/25/19 Time: 19:22 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.030478	0.160427	6.423331	0.0000
LNGV	0.444590	0.124521	3.570411	0.0011
LNTEX	-0.471967	0.141952	-3.324836	0.0021
LNSD	0.752919	0.056517	13.32205	0.0000
R-squared	0.983326	Mean dependent var	6.470543	
Adjusted R-squared	0.981896	S.D. dependent var	1.054786	
S.E. of regression	0.141921	Akaike info criterion	-0.970173	
Sum squared resid	0.704958	Schwarz criterion	-0.799552	
Log likelihood	22.91838	Hannan-Quinn criter.	-0.908956	
F-statistic	688.0077	Durbin-Watson stat	1.301840	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (09): نتائج اختبار "بروش-بيقان" (Breusch-Pagan) لعدم ثبات تباين الحد الخطأ

العشوائي خلال الفترة 1972-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	0.527144	Prob. F(3,35)	0.6666	
Obs*R-squared	1.685989	Prob. Chi-Square(3)	0.6401	
Scaled explained SS	1.396679	Prob. Chi-Square(3)	0.7063	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 12/25/19 Time: 19:39 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.038362	0.030260	1.267760	0.2133
LNGV	-0.022156	0.023487	-0.943332	0.3520
LNTEX	0.010217	0.026775	0.381572	0.7051
LNSD	0.007969	0.010660	0.747567	0.4597
R-squared	0.043230	Mean dependent var	0.018076	
Adjusted R-squared	-0.038778	S.D. dependent var	0.026265	
S.E. of regression	0.026769	Akaike info criterion	-4.306226	
Sum squared resid	0.025080	Schwarz criterion	-4.135604	
Log likelihood	87.97140	Hannan-Quinn criter.	-4.245008	
F-statistic	0.527144	Durbin-Watson stat	1.818887	
Prob(F-statistic)	0.666553			

الملحق رقم (10): نتائج اختبار "وايت" (White) لعدم ثبات تباين الحد الخطأ العشوائي خلال الفترة 2010-1972 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	0.632569	Prob. F(9,29)	0.7599	
Obs*R-squared	6.399875	Prob. Chi-Square(9)	0.6993	
Scaled explained SS	5.301676	Prob. Chi-Square(9)	0.8073	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/19 Time: 19:41				
Sample: 1972 2010				
Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.494311	0.265380	1.862656	0.0727
LNGV^2	-0.207534	0.188912	-1.098577	0.2810
LNGV*LNTX	0.339992	0.301897	1.126189	0.2693
LNGV*LNSD	0.088611	0.149810	0.591493	0.5588
LNGV	-0.297656	0.519076	-0.573433	0.5708
LNTX^2	-0.155482	0.194017	-0.801383	0.4294
LNTX*LNSD	-0.022554	0.123810	-0.182165	0.8567
LNTX	0.072014	0.466681	0.154311	0.8784
LNSD^2	-0.032963	0.033997	-0.969568	0.3403
LNSD	0.080258	0.141575	0.566891	0.5752
R-squared	0.164099	Mean dependent var	0.018076	
Adjusted R-squared	-0.095318	S.D. dependent var	0.026265	
S.E. of regression	0.027488	Akaike info criterion	-4.133586	
Sum squared resid	0.021912	Schwarz criterion	-3.707032	
Log likelihood	90.60493	Hannan-Quinn criter.	-3.980542	
F-statistic	0.632569	Durbin-Watson stat	2.059786	
Prob(F-statistic)	0.759918			

الملحق رقم (11): نتائج اختبار "أرك" (ARCH) لعدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي خلال الفترة 2010-1973 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.340137	Prob. F(1,36)	0.5634	
Obs*R-squared	0.355673	Prob. Chi-Square(1)	0.5509	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/19 Time: 19:43				
Sample (adjusted): 1973 2010				
Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015431	0.005134	3.005658	0.0048
RESID^2(-1)	0.094299	0.161689	0.583212	0.5634
R-squared	0.009360	Mean dependent var	0.017117	
Adjusted R-squared	-0.018158	S.D. dependent var	0.025917	
S.E. of regression	0.026151	Akaike info criterion	-4.398666	
Sum squared resid	0.024619	Schwarz criterion	-4.312477	
Log likelihood	85.57465	Hannan-Quinn criter.	-4.368001	
F-statistic	0.340137	Durbin-Watson stat	1.940848	
Prob(F-statistic)	0.563386			

الملحق رقم (12): نتائج اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey) للارتباط الذاتي بين الأخطاء خلال الفترة 1972-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	3.294874	Prob. F(2,33)	0.0496	
Obs*R-squared	6.491584	Prob. Chi-Square(2)	0.0389	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/19 Time: 19:24				
Sample: 1972 2010				
Included observations: 39				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.018128	0.151101	-0.119971	0.9052
LNGV	0.025080	0.120761	0.207683	0.8368
LNTEX	-0.017700	0.137077	-0.129125	0.8980
LNSD	-0.003818	0.053294	-0.071641	0.9433
RESID(-1)	0.380356	0.168344	2.259391	0.0306
RESID(-2)	-0.309187	0.177823	-1.738737	0.0914
R-squared	0.166451	Mean dependent var	-1.17E-15	
Adjusted R-squared	0.040156	S.D. dependent var	0.136204	
S.E. of regression	0.133441	Akaike info criterion	-1.049672	
Sum squared resid	0.587617	Schwarz criterion	-0.793739	
Log likelihood	26.46860	Hannan-Quinn criter.	-0.957845	
F-statistic	1.317950	Durbin-Watson stat	1.832867	
Prob(F-statistic)	0.280608			

الملحق رقم (13): نتائج تقدير النموذج الثالث بعد التصحيح خلال الفترة 1973-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Dependent Variable: LNIN				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/19 Time: 19:26				
Sample (adjusted): 1973 2010				
Included observations: 38 after adjustments				
Convergence achieved after 10 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.817138	0.253160	3.227755	0.0028
LNGV	0.397048	0.160228	2.478020	0.0185
LNTEX	-0.339391	0.179805	-1.887555	0.0679
LNSD	0.699581	0.073307	9.543222	0.0000
AR(1)	0.359049	0.161823	2.218773	0.0335
R-squared	0.985293	Mean dependent var	6.519632	
Adjusted R-squared	0.983511	S.D. dependent var	1.022802	
S.E. of regression	0.131339	Akaike info criterion	-1.099994	
Sum squared resid	0.569246	Schwarz criterion	-0.884523	
Log likelihood	25.89989	Hannan-Quinn criter.	-1.023331	
F-statistic	552.7199	Durbin-Watson stat	1.829519	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.36			

الملحق رقم (14): نتائج اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey) للارتباط الذاتي بين الأخطاء بعد التصحيح خلال الفترة 1973-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	2.229186	Prob. F(2,31)	0.1246	
Obs*R-squared	4.777944	Prob. Chi-Square(2)	0.0917	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/19 Time: 19:36				
Sample: 1973 2010				
Included observations: 38				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.058882	0.259231	-0.227142	0.8218
LNGV	0.089632	0.160464	0.558583	0.5805
LNTEX	-0.108952	0.180999	-0.601948	0.5516
LNSD	0.026853	0.074309	0.361365	0.7203
AR(1)	0.264392	0.445080	0.594034	0.5568
RESID(-1)	-0.183268	0.470845	-0.389231	0.6998
RESID(-2)	-0.462406	0.246345	-1.877068	0.0699
R-squared	0.125735	Mean dependent var	5.34E-11	
Adjusted R-squared	-0.043477	S.D. dependent var	0.124036	
S.E. of regression	0.126704	Akaike info criterion	-1.129103	
Sum squared resid	0.497671	Schwarz criterion	-0.827443	
Log likelihood	28.45297	Hannan-Quinn criter.	-1.021775	
F-statistic	0.743062	Durbin-Watson stat	1.971708	
Prob(F-statistic)	0.619252			

الملحق رقم (15): الارتباط الذاتي الجزئي والارتباط الذاتي للسلسلة الزمنية للاستثمار خلال الفترة 1972-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Date: 12/25/19 Time: 19:45						
Sample: 1972 2010						
Included observations: 39						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.913	0.913	35.042	0.000
		2	0.806	-0.158	63.139	0.000
		3	0.696	-0.073	84.650	0.000
		4	0.573	-0.138	99.662	0.000
		5	0.464	0.022	109.80	0.000
		6	0.375	0.033	116.62	0.000
		7	0.314	0.090	121.54	0.000
		8	0.270	0.015	125.31	0.000
		9	0.242	0.022	128.42	0.000
		10	0.224	0.003	131.19	0.000
		11	0.206	-0.030	133.61	0.000
		12	0.179	-0.055	135.51	0.000
		13	0.141	-0.075	136.73	0.000
		14	0.078	-0.142	137.12	0.000
		15	0.002	-0.087	137.12	0.000
		16	-0.089	-0.130	137.67	0.000

الملحق رقم (16): نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار مع وجود اتجاه زمني وحد ثابت خلال الفترة 1974-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.548512	0.3046
Test critical values:	1% level		-4.226815	
	5% level		-3.536601	
	10% level		-3.200320	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNIN) Method: Least Squares Date: 12/25/19 Time: 19:47 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNIN(-1)	-0.149632	0.058713	-2.548512	0.0157
D(LNIN(-1))	0.556241	0.143623	3.872934	0.0005
C	0.798989	0.287812	2.776081	0.0090
@TREND("1972")	0.010919	0.005546	1.968691	0.0574
R-squared	0.369729	Mean dependent var		0.092331
Adjusted R-squared	0.312432	S.D. dependent var		0.206115
S.E. of regression	0.170910	Akaike info criterion		-0.593553
Sum squared resid	0.963938	Schwarz criterion		-0.419400
Log likelihood	14.98073	Hannan-Quinn criter.		-0.532156
F-statistic	6.452817	Durbin-Watson stat		2.190736
Prob(F-statistic)	0.001468			

الملحق رقم (17): نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار مع وجود حد ثابت خلال الفترة 1974-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-1.642551	0.4513
Test critical values:	1% level		-3.621023	
	5% level		-2.943427	
	10% level		-2.610263	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNIN) Method: Least Squares Date: 12/25/19 Time: 19:48 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNIN(-1)	-0.048265	0.029384	-1.642551	0.1097
D(LNIN(-1))	0.482757	0.144434	3.342417	0.0020
C	0.366211	0.193466	1.892894	0.0669
R-squared	0.295706	Mean dependent var		0.092331
Adjusted R-squared	0.254277	S.D. dependent var		0.206115
S.E. of regression	0.177991	Akaike info criterion		-0.536561
Sum squared resid	1.077149	Schwarz criterion		-0.405946
Log likelihood	12.92637	Hannan-Quinn criter.		-0.490513
F-statistic	7.137646	Durbin-Watson stat		2.002904
Prob(F-statistic)	0.002581			

الملحق رقم (18): نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار بدون اتجاه زمني وحد ثابت خلال الفترة 1974-2010 (حسب مخرجات برنامج

(EViews8

Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			1.334196	0.9514
Test critical values:	1% level		-2.628961	
	5% level		-1.950117	
	10% level		-1.611339	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNIN) Method: Least Squares Date: 12/25/19 Time: 19:49 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNIN(-1)	0.006614	0.004957	1.334196	0.1908
D(LNIN(-1))	0.508744	0.148991	3.414603	0.0016
R-squared	0.221485	Mean dependent var		0.092331
Adjusted R-squared	0.199242	S.D. dependent var		0.206115
S.E. of regression	0.184442	Akaike info criterion		-0.490422
Sum squared resid	1.190663	Schwarz criterion		-0.403346
Log likelihood	11.07281	Hannan-Quinn criter.		-0.459724
Durbin-Watson stat	1.961560			

الملحق رقم (19): نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) لاستقرارية السلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول مع اتجاه زمني وحد ثابت خلال الفترة 1974-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: D(LNIN) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:				
1% level				
5% level				
10% level				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNIN,2) Method: Least Squares Date: 12/24/19 Time: 18:53 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNIN(-1))	-0.521183	0.151291	-3.444900	0.0015
@TREND("1972")	0.083202	0.067743	1.228197	0.2278
	-0.001477	0.002873	-0.514092	0.6105
R-squared	0.258748	Mean dependent var		0.011582
Adjusted R-squared	0.215145	S.D. dependent var		0.207924
S.E. of regression	0.184204	Akaike info criterion		-0.467943
Sum squared resid	1.153058	Schwarz criterion		-0.337328
Log likelihood	11.65894	Hannan-Quinn criter.		-0.421895
F-statistic	5.934179	Durbin-Watson stat		1.953049
Prob(F-statistic)	0.005158			

Null Hypothesis: D(LNIN) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:				
1% level				
5% level				
10% level				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNIN,2) Method: Least Squares Date: 12/24/19 Time: 18:50 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNIN(-1))	-0.508865	0.147803	-3.442851	0.0015
C	0.052673	0.032252	1.633136	0.1114
R-squared	0.252956	Mean dependent var		0.011582
Adjusted R-squared	0.231643	S.D. dependent var		0.207924
S.E. of regression	0.182258	Akaike info criterion		-0.514254
Sum squared resid	1.162623	Schwarz criterion		-0.427177
Log likelihood	11.51369	Hannan-Quinn criter.		-0.483555
F-statistic	11.85322	Durbin-Watson stat		1.961270
Prob(F-statistic)	0.001509			

Null Hypothesis: D(LNIN) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:				
1% level				
5% level				
10% level				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNIN,2) Method: Least Squares Date: 12/24/19 Time: 18:53 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNIN(-1))	-0.419541	0.140455	-2.987027	0.0050
R-squared	0.196061	Mean dependent var		0.011582
Adjusted R-squared	0.196061	S.D. dependent var		0.207924
S.E. of regression	0.186430	Akaike info criterion		-0.494868
Sum squared resid	1.251220	Schwarz criterion		-0.451330
Log likelihood	10.15506	Hannan-Quinn criter.		-0.479519
Durbin-Watson stat	1.993246			

الملحق رقم (20): نتائج اختبار "فيليس-بيرون" (Phillips-Perron) للسلسلة الزمنية للاستثمار
(حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.811860	0.6792
Test critical values:		
1% level	-4.219126	
5% level	-3.533083	
10% level	-3.198312	
Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.236372	0.6485
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	
Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	1.576426	0.9696
Test critical values:		
1% level	-2.627238	
5% level	-1.949856	
10% level	-1.611469	

الملحق رقم (21): نتائج اختبار "فيليس-بيرون" (Phillips-Perron) للسلسلة الزمنية للاستثمار
عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.811860	0.6792
Test critical values:		
1% level	-4.219126	
5% level	-3.533083	
10% level	-3.198312	
Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.236372	0.6485
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	
Null Hypothesis: LNIN has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	1.576426	0.9696
Test critical values:		
1% level	-2.627238	
5% level	-1.949856	
10% level	-1.611469	

الملحق رقم (22): نتائج اختبار KPSS لاستقرار السلسلة الزمنية للاستثمار (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: LNIN is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.133977
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000
Null Hypothesis: LNIN is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.664499
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

الملحق رقم (23): نتائج اختبار KPSS لاستقرار السلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: D(LNIN) is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.062922
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000
Null Hypothesis: D(LNIN) is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.092407
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

الملحق رقم (24): نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للإنفاق الحكومي

1- نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) عند المستوى (حسب

مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: LNGV has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-4.243644	0.0306
	5% level		-3.544284	
	10% level		-3.204699	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNGV) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 09:53 Sample (adjusted): 1976 2010 Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGV(-1)	-0.264611	0.070231	-3.767700	0.0007
D(LNGV(-1))	0.505158	0.149708	3.374482	0.0021
D(LNGV(-2))	-0.095347	0.170025	-0.560783	0.5793
D(LNGV(-3))	0.438419	0.156272	2.805490	0.0089
C	1.364696	0.355063	3.843537	0.0006
@TREND("1972")	0.023774	0.006398	3.716937	0.0009
R-squared	0.527361	Mean dependent var	0.101673	
Adjusted R-squared	0.445872	S.D. dependent var	0.099408	
S.E. of regression	0.073998	Akaike info criterion	-2.214765	
Sum squared resid	0.158793	Schwarz criterion	-1.948134	
Log likelihood	44.75839	Hannan-Quinn criter.	-2.122724	
F-statistic	6.471525	Durbin-Watson stat	1.982687	
Prob(F-statistic)	0.000374			

Null Hypothesis: LNGV has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-3.621023	0.7496
	5% level		-2.943427	
	10% level		-2.610263	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNGV) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 09:55 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGV(-1)	-0.014354	0.014619	-0.981896	0.3331
D(LNGV(-1))	0.472967	0.150379	3.145170	0.0034
C	0.154891	0.106373	1.456111	0.1545
R-squared	0.276979	Mean dependent var	0.106286	
Adjusted R-squared	0.234449	S.D. dependent var	0.098575	
S.E. of regression	0.086249	Akaike info criterion	-1.985560	
Sum squared resid	0.252920	Schwarz criterion	-1.854945	
Log likelihood	39.73288	Hannan-Quinn criter.	-1.939512	
F-statistic	6.512466	Durbin-Watson stat	1.900689	
Prob(F-statistic)	0.004032			

Null Hypothesis: LNGV has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-2.221863	0.9926
	5% level		-2.628961	
	10% level		-1.950117	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNGV) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 09:55 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGV(-1)	0.006514	0.002932	2.221863	0.0329
D(LNGV(-1))	0.554367	0.141819	3.908978	0.0004
R-squared	0.231891	Mean dependent var	0.106286	
Adjusted R-squared	0.209945	S.D. dependent var	0.098575	
S.E. of regression	0.087618	Akaike info criterion	-1.979121	
Sum squared resid	0.268692	Schwarz criterion	-1.892044	
Log likelihood	38.61373	Hannan-Quinn criter.	-1.948422	
Durbin-Watson stat	1.975184			

2- نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) عند الفرق الأول
(حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: D(LNGV) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-4.226815	
	5% level		-3.536601	
	10% level		-3.200320	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNGV,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:05 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNGV(-1))	-0.507728	0.152730	-3.324359	0.0021
C	0.065298	0.038240	1.707579	0.0968
@TREND("1972")	-0.000559	0.001388	-0.402536	0.6898
R-squared	0.248573	Mean dependent var		0.000331
Adjusted R-squared	0.204372	S.D. dependent var		0.097822
S.E. of regression	0.087255	Akaike info criterion		-1.962353
Sum squared resid	0.258858	Schwarz criterion		-1.831738
Log likelihood	39.30352	Hannan-Quinn criter.		-1.916305
F-statistic	5.623634	Durbin-Watson stat		1.918463
Prob(F-statistic)	0.007764			

Null Hypothesis: D(LNGV) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-3.621023	
	5% level		-2.943427	
	10% level		-2.610263	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNGV,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:05 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNGV(-1))	-0.492358	0.146099	-3.370036	0.0018
C	0.052499	0.020987	2.501448	0.0172
R-squared	0.244992	Mean dependent var		0.000331
Adjusted R-squared	0.223421	S.D. dependent var		0.097822
S.E. of regression	0.086204	Akaike info criterion		-2.011652
Sum squared resid	0.260092	Schwarz criterion		-1.924576
Log likelihood	39.21557	Hannan-Quinn criter.		-1.980954
F-statistic	11.35714	Durbin-Watson stat		1.937503
Prob(F-statistic)	0.001843			

Null Hypothesis: D(LNGV) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-2.628961	
	5% level		-1.950117	
	10% level		-1.611339	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNGV,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:06 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNGV(-1))	-0.222803	0.105613	-2.109625	0.0419
R-squared	0.110013	Mean dependent var		0.000331
Adjusted R-squared	0.110013	S.D. dependent var		0.097822
S.E. of regression	0.092284	Akaike info criterion		-1.901228
Sum squared resid	0.306591	Schwarz criterion		-1.857689
Log likelihood	36.17271	Hannan-Quinn criter.		-1.885878
Durbin-Watson stat	2.148601			

3- نتائج اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) عند المستوى (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: LNGV has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-2.462531	0.3438
Test critical values:				
1% level			-4.219126	
5% level			-3.533053	
10% level			-3.198312	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.007773
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.016461
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNGV)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/19 Time: 10:15				
Sample (adjusted): 1973 2010				
Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGV(-1)	-0.146472	0.064824	-2.266506	0.0297
C	0.874793	0.324328	2.697260	0.0107
@TREND("1972")	0.011881	0.006186	1.920677	0.0629
R-squared	0.164374	Mean dependent var		0.107905
Adjusted R-squared	0.116624	S.D. dependent var		0.097744
S.E. of regression	0.091868	Akaike info criterion		-1.861280
Sum squared resid	0.295388	Schwarz criterion		-1.731997
Log likelihood	38.36431	Hannan-Quinn criter.		-1.815232
F-statistic	3.442361	Durbin-Watson stat		1.023480
Prob(F-statistic)	0.043173			

Null Hypothesis: LNGV has a unit root				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-1.387568	0.5781
Test critical values:				
1% level			-3.815588	
5% level			-2.941145	
10% level			-2.609066	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.008593
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.018598
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNGV)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/19 Time: 10:15				
Sample (adjusted): 1973 2010				
Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGV(-1)	-0.025382	0.014719	-1.724426	0.0932
C	0.280943	0.101528	2.767149	0.0089
R-squared	0.076299	Mean dependent var		0.107905
Adjusted R-squared	0.020641	S.D. dependent var		0.097744
S.E. of regression	0.095237	Akaike info criterion		-1.813704
Sum squared resid	0.326522	Schwarz criterion		-1.727515
Log likelihood	36.46038	Hannan-Quinn criter.		-1.783039
F-statistic	2.973646	Durbin-Watson stat		1.030098
Prob(F-statistic)	0.093209			

Null Hypothesis: LNGV has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			3.820016	0.9999
Test critical values:				
1% level			-2.627238	
5% level			-1.949856	
10% level			-1.611469	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.010420
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.026092
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(LNGV)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/19 Time: 10:16				
Sample (adjusted): 1973 2010				
Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGV(-1)	0.014873	0.002433	6.113386	0.0000
R-squared	-0.120170	Mean dependent var		0.107905
Adjusted R-squared	-0.120170	S.D. dependent var		0.097744
S.E. of regression	0.103459	Akaike info criterion		-1.673486
Sum squared resid	0.395972	Schwarz criterion		-1.630394
Log likelihood	32.79628	Hannan-Quinn criter.		-1.658156
Durbin-Watson stat	0.883200			

4- نتائج اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Null Hypothesis: D(LNGV) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-3.328612	0.0274
	5% level		-4.226815	
	10% level		-3.536601	
			-3.200320	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.006996
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.007025
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNGV,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:26 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNGV(-1))	-0.507728	0.152730	-3.324359	0.0021
C	0.065298	0.038240	1.707579	0.0968
@TREND("1972")	-0.000559	0.001388	-0.402536	0.6898
R-squared	0.248573	Mean dependent var		0.000331
Adjusted R-squared	0.204372	S.D. dependent var		0.097822
S.E. of regression	0.087255	Akaike info criterion		-1.962353
Sum squared resid	0.258558	Schwarz criterion		-1.831738
Log likelihood	39.30352	Hannan-Quinn criter.		-1.916305
F-statistic	5.623634	Durbin-Watson stat		1.918463
Prob(F-statistic)	0.007764			

Null Hypothesis: D(LNGV) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-3.356900	0.0193
	5% level		-3.621023	
	10% level		-2.943427	
			-2.610263	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.007030
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.006932
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNGV,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:27 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNGV(-1))	-0.492358	0.146099	-3.370036	0.0018
C	0.052499	0.020987	2.501448	0.0172
R-squared	0.244992	Mean dependent var		0.000331
Adjusted R-squared	0.223421	S.D. dependent var		0.097822
S.E. of regression	0.086264	Akaike info criterion		-2.011652
Sum squared resid	0.260092	Schwarz criterion		-1.924576
Log likelihood	39.21557	Hannan-Quinn criter.		-1.980954
F-statistic	11.35714	Durbin-Watson stat		1.937503
Prob(F-statistic)	0.001843			

Null Hypothesis: D(LNGV) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-1.884508	0.0563
	5% level		-2.628961	
	10% level		-1.950117	
			-1.611339	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.008286
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.006342
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNGV,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:27 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNGV(-1))	-0.222803	0.105613	-2.109625	0.0419
R-squared	0.110013	Mean dependent var		0.000331
Adjusted R-squared	0.110013	S.D. dependent var		0.097822
S.E. of regression	0.092284	Akaike info criterion		-1.901228
Sum squared resid	0.306591	Schwarz criterion		-1.857689
Log likelihood	36.17271	Hannan-Quinn criter.		-1.885878
Durbin-Watson stat	2.148601			

5- نتائج اختبار KPSS عند المستوى

Null Hypothesis: LNGV is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.128906
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.216000
5% level				0.146000
10% level				0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.051921
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.181717
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNGV Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:37 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.086746	0.073502	69.20545	0.0000
@TREND("1972")	0.093638	0.003328	28.13279	0.0000
R-squared	0.955338	Mean dependent var	6.865864	
Adjusted R-squared	0.954131	S.D. dependent var	1.092305	
S.E. of regression	0.233938	Akaike info criterion	-0.017597	
Sum squared resid	2.024907	Schwarz criterion	0.067714	
Log likelihood	2.343135	Hannan-Quinn criter.	0.013012	
F-statistic	791.4539	Durbin-Watson stat	0.178392	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: LNGV is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.758468
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.739000
5% level				0.463000
10% level				0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				1.162538
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				5.623308
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNGV Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:37 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.865864	0.174909	39.25395	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var	6.865864	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	1.092305	
S.E. of regression	1.092305	Akaike info criterion	3.039765	
Sum squared resid	45.33898	Schwarz criterion	3.082420	
Log likelihood	-58.27541	Hannan-Quinn criter.	3.055069	
Durbin-Watson stat	0.017555			

6- نتائج اختبار KPSS عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LNGV) is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.084941
Asymptotic critical values*:				
			1% level	0.216000
			5% level	0.146000
			10% level	0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.008914
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.019642
KPSS Test Equation Dependent Variable: D(LNGV) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:38 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.142939	0.032103	4.452456	0.0001
@TREND("1972")	-0.001797	0.001435	-1.252026	0.2186
R-squared	0.041727	Mean dependent var		0.107905
Adjusted R-squared	0.015108	S.D. dependent var		0.097744
S.E. of regression	0.097003	Akaike info criterion		-1.776959
Sum squared resid	0.338743	Schwarz criterion		-1.690771
Log likelihood	35.76223	Hannan-Quinn criter.		-1.746294
F-statistic	1.567569	Durbin-Watson stat		1.017458
Prob(F-statistic)	0.218634			

Null Hypothesis: D(LNGV) is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.152906
Asymptotic critical values*:				
			1% level	0.739000
			5% level	0.463000
			10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.009302
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.021552
KPSS Test Equation Dependent Variable: D(LNGV) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 10:38 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.107905	0.015856	6.805216	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.107905
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.097744
S.E. of regression	0.097744	Akaike info criterion		-1.786969
Sum squared resid	0.353493	Schwarz criterion		-1.743874
Log likelihood	34.95241	Hannan-Quinn criter.		-1.771636
Durbin-Watson stat	0.974541			

الملحق رقم (25): نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للضرائب على الصادرات في الفترة 1974-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

1- نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) عند المستوى

Null Hypothesis: LNTEX has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-4.226815	0.3761
	5% level		-3.536601	
	10% level		-3.200320	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:19 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTEX(-1)	-0.169945	0.070965	-2.394772	0.0223
D(LNTEX(-1))	0.335137	0.159740	2.097958	0.0436
C	0.988332	0.369911	2.671808	0.0116
@TREND("1972")	0.013747	0.006925	1.954254	0.0556
R-squared	0.251317	Mean dependent var		0.103591
Adjusted R-squared	0.183255	S.D. dependent var		0.155213
S.E. of regression	0.140272	Akaike info criterion		-0.988655
Sum squared resid	0.649320	Schwarz criterion		-0.814502
Log likelihood	22.29012	Hannan-Quinn criter.		-0.927258
F-statistic	3.692467	Durbin-Watson stat		1.840359
Prob(F-statistic)	0.021384			

Null Hypothesis: LNTEX has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-3.621023	0.5089
	5% level		-2.943427	
	10% level		-2.610263	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:20 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTEX(-1)	-0.036820	0.024108	-1.527264	0.1359
D(LNTEX(-1))	0.266341	0.162529	1.638726	0.1105
C	0.334997	0.175732	1.906300	0.0651
R-squared	0.161988	Mean dependent var		0.103591
Adjusted R-squared	0.112693	S.D. dependent var		0.155213
S.E. of regression	0.146206	Akaike info criterion		-0.929992
Sum squared resid	0.726793	Schwarz criterion		-0.799377
Log likelihood	20.20486	Hannan-Quinn criter.		-0.583944
F-statistic	3.286109	Durbin-Watson stat		1.782950
Prob(F-statistic)	0.049574			

Null Hypothesis: LNTEX has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-2.628961	0.9893
	5% level		-1.950117	
	10% level		-1.611339	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:20 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTEX(-1)	0.008509	0.004122	2.064479	0.0464
D(LNTEX(-1))	0.366430	0.159498	2.297403	0.0277
R-squared	0.072420	Mean dependent var		0.103591
Adjusted R-squared	0.045918	S.D. dependent var		0.155213
S.E. of regression	0.151608	Akaike info criterion		-0.882500
Sum squared resid	0.804474	Schwarz criterion		-0.795423
Log likelihood	18.32624	Hannan-Quinn criter.		-0.851801
Durbin-Watson stat	1.856858			

2- نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LNTEX) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-2.628961	
	5% level		-1.950117	
	10% level		-1.611339	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:21 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNTEX(-1))	-0.460997	0.141859	-3.249688	0.0025
R-squared	0.226780	Mean dependent var		0.001142
Adjusted R-squared	0.226780	S.D. dependent var		0.180055
S.E. of regression	0.158328	Akaike info criterion		-0.821643
Sum squared resid	0.902437	Schwarz criterion		-0.778104
Log likelihood	16.20039	Hannan-Quinn criter.		-0.806293
Durbin-Watson stat	1.942290			

Null Hypothesis: D(LNTEX) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-4.226538	0.0100
	5% level		-3.536601	
	10% level		-3.200320	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:22 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNTEX(-1))	-0.714528	0.169058	-4.226538	0.0002
C	0.113102	0.060964	1.855221	0.0723
@TREND("1972")	-0.001938	0.002410	-0.804036	0.4270
R-squared	0.346970	Mean dependent var		0.001142
Adjusted R-squared	0.308556	S.D. dependent var		0.180055
S.E. of regression	0.149722	Akaike info criterion		-0.882475
Sum squared resid	0.762162	Schwarz criterion		-0.751860
Log likelihood	19.32578	Hannan-Quinn criter.		-0.836427
F-statistic	9.032484	Durbin-Watson stat		1.801408
Prob(F-statistic)	0.000714			

Null Hypothesis: D(LNTEX) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-4.194786	0.0022
	5% level		-3.621023	
	10% level		-2.943427	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:22 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNTEX(-1))	-0.674867	0.160882	-4.194786	0.0002
C	0.070281	0.029519	2.380851	0.0228
R-squared	0.334553	Mean dependent var		0.001142
Adjusted R-squared	0.315540	S.D. dependent var		0.180055
S.E. of regression	0.148963	Akaike info criterion		-0.917693
Sum squared resid	0.776554	Schwarz criterion		-0.830617
Log likelihood	18.97733	Hannan-Quinn criter.		-0.886995
F-statistic	17.59623	Durbin-Watson stat		1.833280
Prob(F-statistic)	0.000177			

3- نتائج اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) عند المستوى

Null Hypothesis: LNTEX has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-2.155025	0.4999
	5% level		-4.219126	
	10% level		-3.533083	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.019463
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.027632
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:30 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTEX(-1)	-0.141162	0.069282	-2.037504	0.0492
@TREND("1972")	0.894374	0.358771	2.492882	0.0176
	0.009977	0.006850	1.456465	0.1542
R-squared	0.156021	Mean dependent var		0.106124
Adjusted R-squared	0.107794	S.D. dependent var		0.153895
S.E. of regression	0.145364	Akaike info criterion		-0.943490
Sum squared resid	0.739578	Schwarz criterion		-0.814207
Log likelihood	20.92531	Hannan-Quinn criter.		-0.897492
F-statistic	3.235123	Durbin-Watson stat		1.381903
Prob(F-statistic)	0.051381			

Null Hypothesis: LNTEX has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-1.888192	0.3341
	5% level		-3.615588	
	10% level		-2.941145	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.020642
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.028008
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:30 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTEX(-1)	-0.045356	0.022085	-2.053677	0.0473
C	0.421905	0.155617	2.711171	0.0102
R-squared	0.104869	Mean dependent var		0.106124
Adjusted R-squared	0.080005	S.D. dependent var		0.153895
S.E. of regression	0.147611	Akaike info criterion		-0.937279
Sum squared resid	0.784403	Schwarz criterion		-0.851090
Log likelihood	19.80830	Hannan-Quinn criter.		-0.906613
F-statistic	4.217590	Durbin-Watson stat		1.424823
Prob(F-statistic)	0.047325			

Null Hypothesis: LNTEX has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		2.875037	0.9986
	5% level		-2.627238	
	10% level		-1.949856	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.024857
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.041345
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:30 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTEX(-1)	0.013808	0.003679	3.753687	0.0006
R-squared	-0.077898	Mean dependent var		0.106124
Adjusted R-squared	-0.077898	S.D. dependent var		0.153895
S.E. of regression	0.159777	Akaike info criterion		-0.804112
Sum squared resid	0.944561	Schwarz criterion		-0.761018
Log likelihood	16.27813	Hannan-Quinn criter.		-0.788780
Durbin-Watson stat	1.252709			

4- نتائج اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LNTEX) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-4.236489	0.0098
	5% level		-4.226815	
	10% level		-3.536601	
			-3.200320	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.020599
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.020830
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:31 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNTEX(-1))	-0.714528	0.169058	-4.226538	0.0002
C	0.113102	0.060964	1.855221	0.0723
∞TREND("1972")	-0.001938	0.002410	-0.804036	0.4270
R-squared	0.346970	Mean dependent var		0.001142
Adjusted R-squared	0.308556	S.D. dependent var		0.180055
S.E. of regression	0.149722	Akaike info criterion		-0.882475
Sum squared resid	0.762162	Schwarz criterion		-0.751860
Log likelihood	-19.32578	Hannan-Quinn criter.		-0.836427
F-statistic	9.032454	Durbin-Watson stat		1.801408
Prob(F-statistic)	0.000714			

Null Hypothesis: D(LNTEX) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-4.188909	0.0022
	5% level		-3.621023	
	10% level		-2.943427	
			-2.610263	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.020991
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.020836
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:31 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNTEX(-1))	-0.674867	0.160882	-4.194786	0.0002
C	0.070281	0.029519	2.380851	0.0228
R-squared	0.334553	Mean dependent var		0.001142
Adjusted R-squared	0.315540	S.D. dependent var		0.180055
S.E. of regression	0.148963	Akaike info criterion		-0.917693
Sum squared resid	0.776654	Schwarz criterion		-0.830617
Log likelihood	-18.97733	Hannan-Quinn criter.		-0.886995
F-statistic	17.59623	Durbin-Watson stat		1.833280
Prob(F-statistic)	0.000177			

Null Hypothesis: D(LNTEX) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-3.155466	0.0024
	5% level		-2.628961	
	10% level		-1.950117	
			-1.611339	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.024390
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.022023
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:32 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNTEX(-1))	-0.460997	0.141859	-3.249688	0.0025
R-squared	0.226780	Mean dependent var		0.001142
Adjusted R-squared	0.226780	S.D. dependent var		0.180055
S.E. of regression	0.158328	Akaike info criterion		-0.821643
Sum squared resid	0.902437	Schwarz criterion		-0.778104
Log likelihood	16.20039	Hannan-Quinn criter.		-0.806293
Durbin-Watson stat	1.942290			

5- نتائج اختبار KPSS عند المستوى

Null Hypothesis: LNTEX is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
<hr/>				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.151562
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.216000
5% level				0.146000
10% level				0.119000
<hr/>				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
<hr/>				
Residual variance (no correction)				0.113434
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.459894
<hr/>				
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNTEX Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:37 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.232897	0.108643	48.16602	0.0000
@TREND("1972")	0.093279	0.004920	18.96021	0.0000
R-squared	0.906681	Mean dependent var	7.005194	
Adjusted R-squared	0.904159	S.D. dependent var	1.116934	
S.E. of regression	0.345783	Akaike info criterion	0.763908	
Sum squared resid	4.423931	Schwarz criterion	0.849219	
Log likelihood	-12.89621	Hannan-Quinn criter.	0.794517	
F-statistic	359.4894	Durbin-Watson stat	0.199499	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: LNTEX is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
<hr/>				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.728693
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.739000
5% level				0.463000
10% level				0.347000
<hr/>				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
<hr/>				
Residual variance (no correction)				1.215552
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				5.904175
<hr/>				
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNTEX Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:38 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.005194	0.178853	39.16744	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var	7.005194	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	1.116934	
S.E. of regression	1.116934	Akaike info criterion	3.084358	
Sum squared resid	47.40654	Schwarz criterion	3.127013	
Log likelihood	-59.14497	Hannan-Quinn criter.	3.099662	
Durbin-Watson stat	0.027512			

6- نتائج اختبار KPSS عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LNTEX) is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.211849
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.739000
5% level				0.463000
10% level				0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.023061
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.035893
KPSS Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:40 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.106124	0.024965	4.250879	0.0001
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.106124
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.153895
S.E. of regression	0.153895	Akaike info criterion		-0.879125
Sum squared resid	0.876300	Schwarz criterion		-0.836030
Log likelihood	17.70337	Hannan-Quinn criter.		-0.863792
Durbin-Watson stat	1.331924			

Null Hypothesis: D(LNTEX) is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.075541
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.216000
5% level				0.146000
10% level				0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.021771
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.029669
KPSS Test Equation Dependent Variable: D(LNTEX) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 11:39 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.169978	0.050170	3.388014	0.0017
@TREND("1972")	-0.003275	0.002243	-1.460196	0.1529
R-squared	0.055915	Mean dependent var		0.106124
Adjusted R-squared	0.029691	S.D. dependent var		0.153895
S.E. of regression	0.151593	Akaike info criterion		-0.884033
Sum squared resid	0.827301	Schwarz criterion		-0.797844
Log likelihood	18.79662	Hannan-Quinn criter.		-0.853367
F-statistic	2.132173	Durbin-Watson stat		1.411624
Prob(F-statistic)	0.152909			

الملحق رقم (26): نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للمديونية الخارجية قصيرة الأجل الفترة 1974-2010 (حسب مخرجات برنامج EViews8)

1- نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) عند المستوى

Null Hypothesis: LNSD has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-4.226815	0.2707
	5% level		-3.536601	
	10% level		-3.200320	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNSD) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:42 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSD(-1)	-0.128740	0.048977	-2.628560	0.0129
D(LNSD(-1))	0.604368	0.137085	4.408701	0.0001
C	0.785243	0.272124	2.885602	0.0068
@TREND("1972")	0.012575	0.006271	2.005223	0.0532
R-squared	0.441418	Mean dependent var		0.135003
Adjusted R-squared	0.390538	S.D. dependent var		0.256034
S.E. of regression	0.199864	Akaike info criterion		-0.280550
Sum squared resid	1.318209	Schwarz criterion		-0.106397
Log likelihood	9.190184	Hannan-Quinn criter.		-0.219153
F-statistic	8.692721	Durbin-Watson stat		2.157119
Prob(F-statistic)	0.000216			

Null Hypothesis: LNSD has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-3.621023	0.4210
	5% level		-2.943427	
	10% level		-2.610263	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNSD) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:43 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSD(-1)	-0.043966	0.025803	-1.703908	0.0975
D(LNSD(-1))	0.541187	0.139216	3.887388	0.0004
C	0.401425	0.201838	1.988847	0.0548
R-squared	0.373357	Mean dependent var		0.135003
Adjusted R-squared	0.336496	S.D. dependent var		0.256034
S.E. of regression	0.208554	Akaike info criterion		-0.219629
Sum squared resid	1.478828	Schwarz criterion		-0.089014
Log likelihood	7.063135	Hannan-Quinn criter.		-0.173581
F-statistic	10.12868	Durbin-Watson stat		1.952640
Prob(F-statistic)	0.000354			

Null Hypothesis: LNSD has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level		-2.628961	0.9442
	5% level		-1.950117	
	10% level		-1.611339	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNSD) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:45 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSD(-1)	0.006419	0.005101	1.258492	0.2165
D(LNSD(-1))	0.602339	0.141395	4.259981	0.0001
R-squared	0.300454	Mean dependent var		0.135003
Adjusted R-squared	0.250467	S.D. dependent var		0.256034
S.E. of regression	0.217181	Akaike info criterion		-0.163629
Sum squared resid	1.650873	Schwarz criterion		-0.076552
Log likelihood	5.027132	Hannan-Quinn criter.		-0.132930
Durbin-Watson stat	1.957092			

2- نتائج اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LNSD) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.004291	0.1447
Test critical values:				
1% level			-4.226815	
5% level			-3.536601	
10% level			-3.200320	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNSD,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:45 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNSD(-1))	-0.442423	0.147264	-3.004291	0.0050
C	0.098914	0.083052	1.190998	0.2419
@TREND("1972")	-0.001654	0.003430	-0.482134	0.6328
R-squared	0.210755	Mean dependent var		0.010954
Adjusted R-squared	0.164329	S.D. dependent var		0.236873
S.E. of regression	0.216537	Akaike info criterion		-0.144502
Sum squared resid	1.594207	Schwarz criterion		-0.013887
Log likelihood	5.673286	Hannan-Quinn criter.		-0.098454
F-statistic	4.539574	Durbin-Watson stat		1.924051
Prob(F-statistic)	0.017890			

Null Hypothesis: D(LNSD) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.007499	0.0434
Test critical values:				
1% level			-3.621023	
5% level			-2.943427	
10% level			-2.610263	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNSD,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:45 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNSD(-1))	-0.425722	0.141553	-3.007499	0.0049
C	0.063765	0.039342	1.620772	0.1140
R-squared	0.205359	Mean dependent var		0.010954
Adjusted R-squared	0.182655	S.D. dependent var		0.236873
S.E. of regression	0.214150	Akaike info criterion		-0.191742
Sum squared resid	1.605107	Schwarz criterion		-0.104866
Log likelihood	5.547235	Hannan-Quinn criter.		-0.161044
F-statistic	9.045053	Durbin-Watson stat		1.943676
Prob(F-statistic)	0.004853			

Null Hypothesis: D(LNSD) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.496653	0.0140
Test critical values:				
1% level			-2.628961	
5% level			-1.950117	
10% level			-1.611339	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(LNSD,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:46 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNSD(-1))	-0.323323	0.129502	-2.496653	0.0173
R-squared	0.145718	Mean dependent var		0.010954
Adjusted R-squared	0.145718	S.D. dependent var		0.236873
S.E. of regression	0.218935	Akaike info criterion		-0.173425
Sum squared resid	1.725577	Schwarz criterion		-0.129887
Log likelihood	4.208368	Hannan-Quinn criter.		-0.158076
Durbin-Watson stat	2.007961			

3- نتائج اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) عند المستوى

Null Hypothesis: LNSD has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-1.828582	0.6710
	5% level		-4.219126	
	10% level		-3.533083	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.057191
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.120108
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNSD) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:53 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSD(-1)	-0.086583	0.059233	-1.461732	0.1527
C	0.687658	0.325689	2.049982	0.0479
@TREND("1972")	0.005860	0.007603	0.770745	0.4460
R-squared	0.054560	Mean dependent var		0.131836
Adjusted R-squared	0.032249	S.D. dependent var		0.253303
S.E. of regression	0.249185	Akaike info criterion		0.134418
Sum squared resid	2.173269	Schwarz criterion		0.263701
Log likelihood	0.446053	Hannan-Quinn criter.		0.180416
F-statistic	1.616491	Durbin-Watson stat		0.863963
Prob(F-statistic)	0.213070			

Null Hypothesis: LNSD has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-1.528318	0.5087
	5% level		-3.615588	
	10% level		-2.941145	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.058162
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.119454
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNSD) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:53 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSD(-1)	-0.046654	0.028557	-1.633717	0.1110
C	0.482131	0.218151	2.210083	0.0335
R-squared	0.069022	Mean dependent var		0.131836
Adjusted R-squared	0.043162	S.D. dependent var		0.253303
S.E. of regression	0.247777	Akaike info criterion		0.098617
Sum squared resid	2.210156	Schwarz criterion		0.184806
Log likelihood	0.126276	Hannan-Quinn criter.		0.129282
F-statistic	2.669031	Durbin-Watson stat		0.679735
Prob(F-statistic)	0.111035			

Null Hypothesis: LNSD has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level		-1.656552	0.9742
	5% level		-2.627238	
	10% level		-1.949856	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.066053
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.165732
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNSD) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:54 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSD(-1)	0.015379	0.005531	2.780467	0.0085
R-squared	-0.057292	Mean dependent var		0.131836
Adjusted R-squared	-0.057292	S.D. dependent var		0.253303
S.E. of regression	0.260458	Akaike info criterion		0.173217
Sum squared resid	2.510029	Schwarz criterion		0.216311
Log likelihood	-2.291118	Hannan-Quinn criter.		0.188549
Durbin-Watson stat	0.818100			

4- نتائج اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LNSD) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:				
1% level			-3.034546	0.1369
5% level			-4.226815	
10% level			-3.536601	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values:				
Residual variance (no correction)				0.043087
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.044267
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNSD,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:54 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNSD(-1))	-0.442423	0.147264	-3.004291	0.0050
C	0.098914	0.083052	1.190998	0.2419
@TREND("1972")	-0.001654	0.003430	-0.482134	0.6328
R-squared	0.210755	Mean dependent var		0.010954
Adjusted R-squared	0.164329	S.D. dependent var		0.236873
S.E. of regression	0.216537	Akaike info criterion		-0.144502
Sum squared resid	1.594207	Schwarz criterion		-0.013887
Log likelihood	5.673286	Hannan-Quinn criter.		-0.098454
F-statistic	4.539574	Durbin-Watson stat		1.924051
Prob(F-statistic)	0.017890			

Null Hypothesis: D(LNSD) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:				
1% level			-3.024766	0.0418
5% level			-3.621023	
10% level			-2.943427	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values:				
Residual variance (no correction)				0.043381
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.044101
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNSD,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:55 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNSD(-1))	-0.425722	0.141553	-3.007499	0.0049
C	0.063765	0.039342	1.620772	0.1140
R-squared	0.205359	Mean dependent var		0.010954
Adjusted R-squared	0.182655	S.D. dependent var		0.236873
S.E. of regression	0.214150	Akaike info criterion		-0.191742
Sum squared resid	1.605107	Schwarz criterion		-0.104666
Log likelihood	5.547235	Hannan-Quinn criter.		-0.161044
F-statistic	9.045053	Durbin-Watson stat		1.943676
Prob(F-statistic)	0.004853			

Null Hypothesis: D(LNSD) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic				
Test critical values:				
1% level			-2.470966	0.0149
5% level			-2.628961	
10% level			-1.950117	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values:				
Residual variance (no correction)				0.046637
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.045568
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(LNSD,2) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 13:55 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNSD(-1))	-0.323323	0.129502	-2.496653	0.0173
R-squared	0.145718	Mean dependent var		0.010954
Adjusted R-squared	0.145718	S.D. dependent var		0.236873
S.E. of regression	0.218935	Akaike info criterion		-0.173425
Sum squared resid	1.725577	Schwarz criterion		-0.129887
Log likelihood	4.208368	Hannan-Quinn criter.		-0.158076
Durbin-Watson stat	2.007961			

5- نتائج اختبار KPSS عند المستوى

Null Hypothesis: LNSD is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
<hr/>				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.140819
Asymptotic critical values*:				0.216000
		1% level		0.146000
		5% level		0.119000
		10% level		
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
<hr/>				
Residual variance (no correction)				0.453948
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				1.953312
<hr/>				
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNSD Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 14:05 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.435422	0.217336	25.00926	0.0000
@TREND("1972")	0.111941	0.009842	11.37410	0.0000
R-squared	0.777604	Mean dependent var		7.562295
Adjusted R-squared	0.771594	S.D. dependent var		1.447373
S.E. of regression	0.691726	Akaike info criterion		2.150668
Sum squared resid	17.70396	Schwarz criterion		2.235979
Log likelihood	-39.93803	Hannan-Quinn criter.		2.181277
F-statistic	129.3702	Durbin-Watson stat		0.134945
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: LNSD is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
<hr/>				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.663675
Asymptotic critical values*:				0.739000
		1% level		0.463000
		5% level		0.347000
		10% level		
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
<hr/>				
Residual variance (no correction)				2.041173
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				9.714346
<hr/>				
KPSS Test Equation Dependent Variable: LNSD Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 14:05 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.562295	0.231765	32.62913	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var		7.562295
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		1.447373
S.E. of regression	1.447373	Akaike info criterion		3.602684
Sum squared resid	79.60574	Schwarz criterion		3.645339
Log likelihood	-69.25233	Hannan-Quinn criter.		3.617988
Durbin-Watson stat	0.038119			

6- نتائج اختبار KPSS عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LNSD) is stationary				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.073935
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.216000
5% level				0.146000
10% level				0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.060683
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.126922
KPSS Test Equation Dependent Variable: D(LNSD) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 14:06 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.207101	0.083761	2.472533	0.0183
@TREND("1972")	-0.003860	0.003744	-1.030905	0.3095
R-squared	0.028675	Mean dependent var	0.131836	
Adjusted R-squared	0.001693	S.D. dependent var	0.253303	
S.E. of regression	0.253089	Akaike info criterion	0.141043	
Sum squared resid	2.305942	Schwarz criterion	0.227232	
Log likelihood	-0.679822	Hannan-Quinn criter.	0.171709	
F-statistic	1.062764	Durbin-Watson stat	0.879482	
Prob(F-statistic)	0.309462			

Null Hypothesis: D(LNSD) is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.127831
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.739000
5% level				0.463000
10% level				0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.062474
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.149714
KPSS Test Equation Dependent Variable: D(LNSD) Method: Least Squares Date: 12/27/19 Time: 14:06 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.131836	0.041091	3.208385	0.0028
R-squared	0.000000	Mean dependent var	0.131836	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	0.253303	
S.E. of regression	0.253303	Akaike info criterion	0.117506	
Sum squared resid	2.374016	Schwarz criterion	0.160600	
Log likelihood	-1.232606	Hannan-Quinn criter.	0.132838	
Durbin-Watson stat	0.852713			

الملحق رقم (27): نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة الزمنية للبيانات (حسب مخرجات برنامج

(EViews8

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:	1% level	-4.219126	0.0053	
	5% level	-3.533083		
	10% level	-3.198312		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESID01) Method: Least Squares Date: 12/28/19 Time: 20:49 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-0.700644	0.156900	-4.465554	0.0001
C	-0.025852	0.042720	-0.605148	0.5490
@TREND("1972")	0.000946	0.001912	0.494817	0.6238
R-squared	0.363274	Mean dependent var	-0.010337	
Adjusted R-squared	0.326889	S.D. dependent var	0.157144	
S.E. of regression	0.128926	Akaike info criterion	-1.183502	
Sum squared resid	0.581766	Schwarz criterion	-1.054219	
Log likelihood	25.48654	Hannan-Quinn criter.	-1.137504	
F-statistic	9.984333	Durbin-Watson stat	1.849243	
Prob(F-statistic)	0.000371			

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
		Adj. t-Stat	Prob.*	
EPhillips-Perron test statistic				
Test critical values:	1% level	-4.294862	0.0083	
	5% level	-4.219126		
	10% level	-3.533083		
		-3.198312		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
0.015310				
0.009824				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(RESID01) Method: Least Squares Date: 12/28/19 Time: 20:50 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-0.700644	0.156900	-4.465554	0.0001
C	-0.025852	0.042720	-0.605148	0.5490
@TREND("1972")	0.000946	0.001912	0.494817	0.6238
R-squared	0.363274	Mean dependent var	-0.010337	
Adjusted R-squared	0.326889	S.D. dependent var	0.157144	
S.E. of regression	0.128926	Akaike info criterion	-1.183502	
Sum squared resid	0.581766	Schwarz criterion	-1.054219	
Log likelihood	25.48654	Hannan-Quinn criter.	-1.137504	
F-statistic	9.984333	Durbin-Watson stat	1.849243	
Prob(F-statistic)	0.000371			

Null Hypothesis: RESID01 is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
		LM-Stat.		
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				
Asymptotic critical values*:	1% level	0.084005	0.216000	
	5% level	0.146000	0.119000	
	10% level	0.119000		
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
0.018071				
0.022849				
KPSS Test Equation Dependent Variable: RESID01 Method: Least Squares Date: 12/28/19 Time: 20:50 Sample: 1972 2010 Included observations: 39				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003854	0.043363	-0.088874	0.9297
@TREND("1972")	0.000203	0.001964	0.103296	0.9183
R-squared	0.000288	Mean dependent var	-1.17E-15	
Adjusted R-squared	-0.026731	S.D. dependent var	0.136204	
S.E. of regression	0.138012	Akaike info criterion	-1.073026	
Sum squared resid	0.704755	Schwarz criterion	-0.987715	
Log likelihood	22.92400	Hannan-Quinn criter.	-1.042417	
F-statistic	0.010670	Durbin-Watson stat	1.302443	
Prob(F-statistic)	0.918286			

الملحق رقم (28): نتائج تقدير النموذج الثالث وفق نموذج تصحيح الخطأ (حسب مخرجات برنامج

(EViews8

Dependent Variable: DLNIN Method: Least Squares Date: 12/28/19 Time: 21:08 Sample (adjusted): 1973 2010 Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007445	0.030649	0.242929	0.8096
DLNGV	0.449848	0.317809	1.415464	0.1663
DLNTEX	-0.328819	0.191762	-1.714730	0.0958
DLNSD	0.520476	0.095609	5.443813	0.0000
RESID01(-1)	-0.690747	0.155113	-4.453185	0.0001
R-squared	0.690235	Mean dependent var		0.086812
Adjusted R-squared	0.652688	S.D. dependent var		0.206138
S.E. of regression	0.121484	Akaike info criterion		-1.255994
Sum squared resid	0.487024	Schwarz criterion		-1.040522
Log likelihood	28.86388	Hannan-Quinn criter.		-1.179330
F-statistic	18.38311	Durbin-Watson stat		1.718134
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (29): نتائج اختبارات عدم ثبات تبين حد الخطأ العشوائي.

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.898240	Prob. F(1,35)		0.3498
Obs*R-squared	0.925808	Prob. Chi-Square(1)		0.3360
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 12/29/19 Time: 20:35 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.011084	0.003546	3.126295	0.0036
RESID^2(-1)	0.157858	0.166560	0.947755	0.3498
R-squared	0.025022	Mean dependent var		0.013153
Adjusted R-squared	-0.002835	S.D. dependent var		0.016972
S.E. of regression	0.016996	Akaike info criterion		-5.259175
Sum squared resid	0.010110	Schwarz criterion		-5.172098
Log likelihood	99.29473	Hannan-Quinn criter.		-5.228476
F-statistic	0.898240	Durbin-Watson stat		1.928870
Prob(F-statistic)	0.349752			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	3.109795	Prob. F(2,32)		0.0583
Obs*R-squared	6.183855	Prob. Chi-Square(2)		0.0454
Test Equation: Dependent Variable: RESID Method: Least Squares Date: 12/29/19 Time: 21:16 Sample: 1973 2010 Included observations: 38 Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.013200	0.036213	-0.364505	0.7179
DLNGV	0.262386	0.398240	0.658863	0.5147
DLNTEX	-0.141968	0.231990	-0.611957	0.5449
DLNSD	-0.006581	0.118775	-0.055409	0.9552
RESID(-1)	-0.037842	0.177318	-0.213411	0.8324
RESID(-2)	-0.422595	0.170350	-2.480744	0.0186
R-squared	0.162733	Mean dependent var		1.86E-17
Adjusted R-squared	0.031910	S.D. dependent var		0.145165
S.E. of regression	0.142830	Akaike info criterion		-0.910386
Sum squared resid	0.652811	Schwarz criterion		-0.651820
Log likelihood	23.29734	Hannan-Quinn criter.		-0.818391
F-statistic	1.243918	Durbin-Watson stat		2.049576
Prob(F-statistic)	0.311960			

الملحق رقم (30): نتائج اختبار "جوهانسون" (Johansen) للتكامل المشترك (حسب مخرجات برنامج

(EViews8

Date: 12/29/19 Time: 10:55				
Sample (adjusted): 1974 2010				
Included observations: 37 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: LNIN LNGV LNTEX LNSD				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.562366	54.29705	47.85613	0.0110
At most 1	0.381815	23.72130	29.79707	0.2125
At most 2	0.143824	5.925484	15.49471	0.7043
At most 3	0.004857	0.180154	3.841466	0.6712
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.562366	30.57576	27.58434	0.0200
At most 1	0.381815	17.79581	21.13162	0.1377
At most 2	0.143824	5.745330	14.26460	0.6461
At most 3	0.004857	0.180154	3.841466	0.6712
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b**S11*b=I):				
LNIN	LNGV	LNTEX	LNSD	
-8.668063	0.787555	0.170320	5.505538	
3.917250	-3.876350	6.833810	-5.576101	
-3.270447	6.147584	-6.091542	2.087198	
-1.286174	4.023013	-2.328177	0.363957	
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):				
D(LNIN)	0.097108	0.034924	0.001809	0.001588
D(LNGV)	0.008057	0.024749	0.010435	-0.003843
D(LNTEX)	0.011256	0.020007	0.048847	-0.002220
D(LNSD)	0.019514	0.111888	0.021497	0.003942
1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 127.7242				
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
LNIN	LNGV	LNTEX	LNSD	
1.000000	-0.090857	-0.019649	-0.635152	
	(0.12647)	(0.14923)	(0.05312)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)				
D(LNIN)	-0.841735			
	(0.16384)			
D(LNGV)	-0.069835			

الملحق رقم (31): نتائج اختبار "غرانجر" (Granger Casuality) للعلاقة السببية بين المتغيرات (حسب مخرجات برنامج EViews8)

































VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 12/29/19 Time: 14:53			
Sample: 1972 2010			
Included observations: 37			
Dependent variable: DLNIN			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLNGV	9.202087	1	0.0024
DLNTEX	3.735784	1	0.0533
DLNSD	5.439292	1	0.0197
All	17.03816	3	0.0007
Dependent variable: DLNGV			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLNIN	3.012662	1	0.0826
DLNTEX	0.867537	1	0.3516
DLNSD	8.693733	1	0.0032
All	8.771066	3	0.0325
Dependent variable: DLNTEX			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLNIN	1.313839	1	0.2517
DLNGV	1.745732	1	0.1864
DLNSD	1.537368	1	0.2150
All	3.579937	3	0.3105
Dependent variable: DLNSD			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLNIN	1.053732	1	0.3046
DLNGV	0.210192	1	0.6466
DLNTEX	0.256388	1	0.6126
All	2.811639	3	0.4218

الملحق رقم (32): تقدير النموذج عند الفرق الأول (حسب مخرجات برنامج EViews8)

Dependent Variable: DLNIN				
Method: Least Squares				
Date: 12/29/19 Time: 20:53				
Sample (adjusted): 1973 2010				
Included observations: 38 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.024838	0.037120	-0.669116	0.5079
DLNGV	0.701174	0.389864	1.798511	0.0810
DLNTEX	-0.255814	0.238162	-1.074115	0.2903
DLNSD	0.478909	0.118610	4.037668	0.0003
R-squared	0.504087	Mean dependent var		0.086812
Adjusted R-squared	0.460330	S.D. dependent var		0.206138
S.E. of regression	0.151434	Akaike info criterion		-0.838037
Sum squared resid	0.779693	Schwarz criterion		-0.665660
Log likelihood	19.92271	Hannan-Quinn criter.		-0.776707
F-statistic	11.52013	Durbin-Watson stat		2.033760
Prob(F-statistic)	0.000023			

الملحق رقم (33): الارتباط الذاتي الجزئي والارتباط الذاتي للسلسلة الزمنية للاستثمار عند الفرق الأول

(حسب مخرجات برنامج EViews8)

Date: 12/25/19 Time: 19:51						
Sample: 1972 2010						
Included observations: 38						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.474	0.474	9.2379	0.002
		2	0.195	-0.038	10.845	0.004
		3	0.142	0.083	11.718	0.008
		4	-0.003	-0.127	11.718	0.020
		5	-0.076	-0.039	11.982	0.035
		6	-0.301	-0.323	16.279	0.012
		7	-0.540	-0.375	30.603	0.000
		8	-0.384	-0.004	38.060	0.000
		9	-0.254	-0.037	41.447	0.000
		10	-0.178	0.017	43.163	0.000
		11	-0.145	-0.121	44.352	0.000
		12	-0.014	0.065	44.364	0.000
		13	0.141	-0.047	45.569	0.000
		14	0.306	0.077	51.500	0.000
		15	0.295	-0.009	57.242	0.000
		16	0.195	-0.041	59.866	0.000

الملحق رقم (34): نتائج اختبارات الكشف عن عدم ثبات تباين حد الخطأ للنموذج عند الفرق الأول

(حسب مخرجات برنامج EViews8)

1- نتائج اختبار "بروش-بيقان" (Breusch-)

(Pagan)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	3.109795	Prob. F(2,32)	0.0583	
Obs*R-squared	6.183855	Prob. Chi-Square(2)	0.0454	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 01/10/20 Time: 15:44				
Sample: 1973 2010				
Included observations: 38				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.013200	0.036213	-0.364505	0.7179
DLNGV	0.262386	0.398240	0.658863	0.5147
DLNTEX	-0.141968	0.231990	-0.611957	0.5449
DLNSD	-0.006581	0.118775	-0.055409	0.9562
RESID(-1)	-0.037842	0.177318	-0.213411	0.8324
RESID(-2)	-0.422595	0.170350	-2.480744	0.0186
R-squared	0.162733	Mean dependent var	1.86E-17	
Adjusted R-squared	0.031910	S.D. dependent var	0.145165	
S.E. of regression	0.142830	Akaike info criterion	-0.910386	
Sum squared resid	0.652811	Schwarz criterion	-0.651820	
Log likelihood	23.29734	Hannan-Quinn criter.	-0.818391	
F-statistic	1.243918	Durbin-Watson stat	2.049576	
Prob(F-statistic)	0.311960			

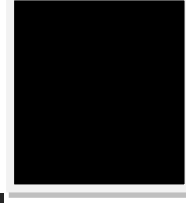
2- اختبار "وايت" (White's Test)

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	3.993789	Prob. F(9,28)	0.0023	
Obs*R-squared	21.36047	Prob. Chi-Square(9)	0.0111	
Scaled explained SS	12.17855	Prob. Chi-Square(9)	0.2034	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 01/10/20 Time: 15:39				
Sample: 1973 2010				
Included observations: 38				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.022658	0.006800	3.332009	0.0024
DLNGV^2	1.690789	0.843983	2.003346	0.0549
DLNGV*DLNTEX	-0.143494	0.637482	-0.225095	0.8235
DLNGV*DLNSD	-0.531573	0.301788	-1.761409	0.0891
DLNGV	-0.330527	0.159330	-2.074476	0.0473
DLNTEX^2	-0.097809	0.220553	-0.443470	0.6608
DLNTEX*DLNSD	0.239043	0.160890	1.485751	0.1485
DLNTEX	0.042124	0.069212	0.608623	0.5477
DLNSD^2	-0.008106	0.053194	-0.152381	0.8800
DLNSD	0.057375	0.035993	1.594061	0.1221
R-squared	0.562118	Mean dependent var	0.020518	
Adjusted R-squared	0.421370	S.D. dependent var	0.024817	
S.E. of regression	0.018877	Akaike info criterion	-4.880761	
Sum squared resid	0.009978	Schwarz criterion	-4.449817	
Log likelihood	102.7345	Hannan-Quinn criter.	-4.727434	
F-statistic	3.993789	Durbin-Watson stat	2.709209	
Prob(F-statistic)	0.002260			

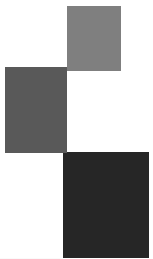
3- اختبار "أرك" (ARCH)

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.000262	Prob. F(1,35)	0.9872	
Obs*R-squared	0.000277	Prob. Chi-Square(1)	0.9867	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 01/10/20 Time: 18:27 Sample (adjusted): 1974 2010 Included observations: 37 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.020384	0.005495	3.709832	0.0007
RESID^2(-1)	-0.002750	0.169766	-0.016198	0.9872
R-squared	0.000007	Mean dependent var	0.020327	
Adjusted R-squared	-0.028564	S.D. dependent var	0.025131	
S.E. of regression	0.025487	Akaike info criterion	-4.448767	
Sum squared resid	0.022735	Schwarz criterion	-4.361690	
Log likelihood	84.30218	Hannan-Quinn criter.	-4.418068	
F-statistic	0.000262	Durbin-Watson stat	1.985841	
Prob(F-statistic)	0.987169			

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



المراجع



أولاً: المراجع باللغة العربية

أ. الكتب

1. إبراهيم أحمد عيد عبد الحميد، القيود الواردة على الحرية في مجال الصناعة وموقف الفقه الإسلامي منها: دراسة مقارنة، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2010.
2. إبراهيم علي، التجارة الدولية وجدلية التقدم والتخلف، دار النهضة العربية، مصر، 1997.
3. أبو عبيده محمد عمر وشعبان عبد الحميد محمد، تاريخ الفكر الاقتصادي، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
4. أبو فخره نادية وصبح محمود والحموي شامل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الحريري للطباعة، مصر، 2006.
5. أحمد عبد الوهاب يوسف، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2008.
6. الإمام محمد محمود، العمل الاقتصادي العربي المشترك: أبعاده وتطوره، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، مصر، 2001.
7. الببلاوي حازم، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، مايو 2000.
8. البكري أحواد كاضم، فح الاقتصاد الأمريكي، الأزمة المالية العالمية 2008، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الإستراتيجية، العراق، 2011.
9. الحجار بسام، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003.
10. الداهري عبد الوهاب مطر، أسس ومبادئ الاقتصاد الزراعي، الطبعة الأولى، مطبعة العالي، بغداد، العراق، 1969.
11. السيسي صلاح الدين حسن، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الأول، مجموعة النيل العربية، مصر، 2011.
12. السيسي صلاح الدين حسن، الموسوعة المصرفية العلمية والعملية: الجزء الثاني، مجموعة النيل العربية، مصر، 2011.
13. السيسي صلاح الدين حسن، دراسات نظرية وتطبيقية: الاعتمادات المستندية والضمانات المصرفية من النواحي الاقتصادية والمحاسبية والقانونية، دار الوساد للطباعة والنشر، لبنان، 1998.
14. الشحات أحمد يوسف، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001.

15. الشحات أحمد يوسف، الترتيبات الحمائية في ظل منظمة التجارة العالمية، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001.
16. الشواربي عبد الحميد محمد والشواربي محمد عبد الحميد ، إدارة المخاطر المصرفية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية، منشأة المعارف، مصر، 2002.
17. العزاوي محمد عبد الوهاب وخميس عبد السلام محمد ، الأزمات المالية: قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
18. الفتلاوي سهيل حسين، منظمة التجارة العالمية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
19. القرشي مدحت ، الاقتصاد الصناعي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
20. الكيلاني محمود، الموسوعة التجارية والمصرفية: عمليات البنوك، المجلد الرابع، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
21. اللوزي موسى وآخرون، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة: الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2011.
22. الموسوي ضياء مجيد، الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
23. الموسوي ضياء مجيد، النظرية الاقتصادية: التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005.
24. النجار إبراهيم عبد العزيز، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009.
25. باخزمة أحمد سعيد، اقتصاديات الصناعة، دار الزهراء للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، الطبعة الثانية، 2001.
26. تودارو ميشيل، تعريب ومراجعة محمود حسن حسني و محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2006.
27. جالبريث جون كينيث، ترجمة بليغ أحمد فؤاد ، تاريخ الفكر الاقتصادي: الماضي صورة الحاضر، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، سبتمبر 2000.
28. حجازي المرسي السيد، اقتصاديات المشروعات العامة، النظرية والتطبيق: جدوى المشروعات وتسعير منتجاتها وخصخصتها، الدار الجامعية، مصر، 2004.
29. حسون سمير، الاقتصاد السياسي في النقد والبنوك، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 2004.

30. حسين عدنان السيد، قضايا دولية: الأزمة العالمية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع مجد، لبنان، 2010.
31. حسين مجيد علي وسعيد عفاف عبد الجبار، مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
32. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2000.
33. خليل سامي ، نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، مطابع الأهرام، مصر، 1994.
34. دويدار محمد، مبادئ الاقتصاد السياسي الاقتصادي الدولي، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2007.
35. رمضان زياد وشموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
36. زروق جمال الدين، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيرها على اقتصادات الدول العربية، صندوق النقد العربي، 2011.
37. سيفان محمود محمد، تحليل وتقييم دور البنوك في مكافحة عمليات غسل الأموال، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
38. سلامة مصطفى، منظمة التجارة العالمية: النظام الدولي للتجارة الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2008.
39. شقير لبيب، تاريخ الفكر الاقتصادي، نهضة مصر للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1988. وفا عبد الباسط، صناعة الصيرفة الخاصة ودورها في تعبئة المدخرات، دار النهضة العربية، مصر، 2005.
40. شهاب مجدي محمد وناشد سوزي عدلي، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية ، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى، 2006.
41. طالب علاء فرحان والموسوي حيدر يونس و حسن محمد فائز ، إدارة المؤسسات المالية "مدخل فكري معاصر"، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
42. طه مصطفى كمال، عمليات البنوك، دار الفكر الجامعي، مصر، 2005.
43. عبد الوهاب نجوان سعد الدين، السياسات الزراعية المستقبلية لمصر في ضوء المتغيرات المحلية والإقليمية، مركز دراسات الاستثمار وتخطيط وإدارة المشروعات، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم 214، معهد التخطيط القومي، مصر، 2009.
44. عبد خبابة ورايح بوقرة، الوقائع الاقتصادية " العولمة الاقتصادية-التنمية المستدامة"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009.

45. عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر، 2000.
46. عبد الرحيم محمد إبراهيم، الاقتصاد الصناعي والتجارة الإلكترونية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007.
47. عثمان سعيد عبد العزيز ، مقدمة في الاقتصاد العام (مالية عامة): مدخل تحليلي معاصر، الدار الجامعية، مصر، 2003.
48. عطاء شاكرا، السوق المالية: التجربة التونسية، مطبعة تونس قرطاج، تونس، 2007.
49. عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة، 2010.
50. عطيه عبد القادر محمد عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005.
51. علي عصام عبد الغني، مبادئ وأسس التمويل وإدارة المنشآت والأسواق المالية، شركة ناس للطباعة، مصر، 2004.
52. عمارة رانيا محمود عبد العزيز، تحرير التجارة الدولية وفقا لاتفاقيات الجات في مجال الخدمات (GATS)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
53. عمران جابر فهمي، منظمة التجارة العالمية: نظامها القانوني ودورها في تطبيق اتفاقات التجارة العالمية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2009.
54. عوض صفوت عبد السلام ، الجات ومنظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2002.
55. عوض صفوت عبد السلام، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النهضة العربية، مصر، 2005.
56. عوض زينب حسين، العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية، الاقتصاد الدولي الخاص للأعمال، اتفاقات التجارة العالمية ، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
57. غربي فوزية، الزراعة العربية وتحديات الأمن الغذائي: حالة الجزائر، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2010.
58. قابل محمد صفوت، منظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
59. قادري عبد العزيز، دراسات في القانون الدولي الاقتصادي: صندوق النقد الدولي الصندوق Le FMI، دار هومة، الجزائر، 2005.

60. قاسم آمال عبد الرحمان زيدان، مشاكل الطلب على الصادرات الصناعية المصرية في ضوء المتغيرات الدولية والمحلية المستجدة، دار الكتب القانونية، مصر، 2008.
61. لسوس مبارك، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2012.
62. محي الدين عمرو، أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، دار الشروق، مصر، الطبعة الأولى، 2000.
63. مغيب نعيم، قانون الصناعة: الترخيص للمؤسسات المصنفة، مكتبة الحلبي، بيروت، لبنان، 1996.
64. منير نوري، السياسات الاقتصادية في ظل العولمة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
65. هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، الطبعة الرابعة، 1999.
66. هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999.
67. هيرست بول وطومبسون جراهام، ترجمة عبد الجبار فالج، ما العولمة: الاقتصاد العالمي وإمكانات التحكم، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، سبتمبر 2001.
68. يونس محمود، اقتصاديات دولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2009.
69. يونس محمود و الوصال كمال أمين، اقتصاديات: نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
70. هندي منير إبراهيم، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات (الطبعة الثالثة)، المكتب العربي الحديث، مصر، 1996.

ب. المقالات

1. أبو عمشة محمد كمال، أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 55-56، صيف-خريف 2011.
2. أبو عمشة محمد كمال، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013.
3. أحمد إيمان محمد، النمط الحالي للصادرات الصناعية ذات القدرة التنافسية في مصر، مجلة بحوث اقتصادية معاصرة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 38 ربيع 2007.

4. أحمد باشي، القطاع الفلاحي بين الواقع ومتطلبات الإصلاح، مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 02، 2003.
5. أحمد مداني، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 10، جوان 2013.
6. الأسرج حسين عبد المطلب، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مجلة مصر المعاصرة، مصر، العدد 841، يناير 2006.
7. الجبوري رقية خلف حمد، السياسات الزراعية وأثرها في الأمن الغذائي في بعض البلدان العربية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 57-58، شتاء-ربيع 2012.
8. الحمش منير، العولمة الاقتصادية: المفهوم-السمات-التداعيات على الصعيدين المحلي والعربي-الانكسار، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 41، شتاء 2008.
9. الخطيب حازم بدر، أهمية الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية وانعكاساتها ودورها في دعم المشاريع الصغيرة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 04، جوان 2006.
10. العارم عيساني وثابت محمد ناصر، أثر المديونية الخارجية على النمو الاقتصادي: دراسة تحليلية قياسية لحالة الجزائر (2000-2005)، مجلة الحوار المتوسطي، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر، المجلد 10، العدد 01، مارس 2019.
11. العقون نادية، أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 53-54، شتاء-ربيع 2011.
12. العياطي جهيدة وبن عزة محمد، الإنفاق الحكومي والنمو الاقتصادي.. علاقة ترابط ام انفصال في الاقتصاد الجزائري في الاقتصاد الجزائري (مقاربة قياسية وتحليلية للعلاقة السببية بين مكونات الإنفاق العام والنمو الاقتصادي في الجزائر)، مجلة البحوث والدراسات التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجلفة، الجزائر، العدد 03، مارس 2018.
13. العيسوي إبراهيم، تحديد الدعوة إلى بناء امن غذائي عربي راسخ، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 50، ربيع 2010.
14. القاضي إبراهيم علي عبد وآخرون، أثر التأجير التمويلي على الأداء المالي في القطاع المصرفي الأردني للفترة (2010-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، جامعة المسيلة، الجزائر، المجلد 04، العدد 02، 2019.
15. القينعي عز الدين، أثر الإنفاق العام على النمو الاقتصادي في الاقتصاد الدائري: تطبيق نموذج بارو للفترة 2001-2011، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، المجلد 01، العدد 14، 2016.

16. أوكيل نسيمه وآخرون، الأزمة المالية في منطقة الاورو: أسباب نشوئها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها، مجلة بحوث اقتصادية معاصرة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 61-62، شتاء-ربيع 2013.
17. بلعوج بولعيد، معوقات الاستثمار في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 04، جوان 2006.
18. بلقاسم زايري، العناقيد الصناعية كإستراتيجية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 07، 2007.
19. بن المسعود عطا وعبد الناصر بوثلجة ، أثر مزاحمة الإنفاق الحكومي للاستثمار الخاص، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، الجزائر، العدد 07، المجلد 02، 2014.
20. بن عزة محمد وشليل عبد اللطيف، آثار برامج الإنفاق العام على النمو الاقتصادي: تحليل إحصائي لأثر برامج الإنفاق الاستثماري على النمو الاقتصادي في الجزائر، المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، جامعة المدينة، الجزائر، المجلد 05، العدد 01، 2014.
21. بن كاملة محمد عبد العزيز، المديونية الخارجية وإستراتيجية التنمية المالية للاقتصاديات الناشئة: سياسات وانعكاسات، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، العدد 06، ماي 2012.
22. بوشنب موسى، فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية في الجزائر 2000-2013، مجلة معارف، جامعة البويرة، الجزائر، العدد 19، ديسمبر 2015.
23. جميل هيل عجمي ، الأزمات المالية: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة، مجلة جامعة دمشق، سوريا، المجلد 19، العدد 01، 2003.
24. جليط الطاهر وقريشي العيد ، أثر مقاييس عرض النقد على معدلات التضخم في الجزائر: دراسة قياسية للفترة 1990-2017، مجلة الإستراتيجية والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مستغانم، الجزائر، العدد 03 مكرر (الجزء الأول)، 2019.
25. حافظ زياد، الأزمة المالية العالمية: البحث عن نموذج جديد، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 55-56، صيف-خريف 2011.
26. ذهب علي، آليات انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، مجلة البحوث والدراسات، جامعة الوادي، الجزائر، العدد 24، صيف 2017.
27. رايس فضيل، تحولات السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012.

28. زيتوني الطاهر، تطور أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو وانعكاساتها على الصادرات البنزولية للدول الأعضاء، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الأقطار العربية المصدرة للبنزول أو أوبك، الكويت، المجلد 41، العدد 152، 2015.
29. سعد عبد الأمير، قراءة نقدية في الأزمة المالية اليونانية، مجلة بحوث اقتصادية معاصرة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 57-58، شتاء-ربيع 2012.
30. سهو زهران محمد، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 26، العدد الثاني، 2010.
31. شريقي طرفة ومحمد رافد، دور قطاع التأمين في النشاط الاقتصادي، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 30 العدد 04، 2008.
32. طريح نيفين محمد، ضوابط الدعم الزراعي في إطار منظمة التجارة العالمية وأثرها المتوقع في الصادرات الزراعية إلى الدول النامية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 66، ربيع 2014.
33. عابد شريط ، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 48-49، خريف 2009-شتاء 2010.
34. علي عبير ، حماية البيئة في ظل العولمة، مجلة مصر المعاصرة، جانفي 2007.
35. عماني لمياء ، أزمة أسواق المال أو البنوك، مدخل من مداخل عودة الدولة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 59-60، صيف-خريف 2012.
36. عمير حمه وسالمي جمال، أثر مكونات الإنفاق العام على النمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة تبسة، الجزائر، المجلد 09، العدد 15، 2018.
37. عيجولي خالد و الطيب ياسين، السياسات الاقتصادية في ظل عولمة الأسواق المالية، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، المجلد 05، العدد 01، 2014.
38. قحاييرة آمال، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، المجلد 02، العدد 03، ديسمبر 2005.
39. قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 46، ربيع 2009.
40. قصبه نبال محمود، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة: الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 28، العدد الأول، 2012.
41. لشهب بديعة، الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز، مجلة بحوث اقتصادية معاصرة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 52، خريف 2010.

42. لطرش ذهبية، واقع الصناعات الزراعية الغذائية في الجزائر ومدى مساهمتها في تحقيق الأمن الغذائي المستدام، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 15، 2015.
43. محمد زيدان، الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان التي تمر بمرحلة انتقال - نظرة تحليلية للمكاسب والمخاطر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد الأول، السداسي الأول 2004.
44. محي الدين رازي، مسببات الأزمات المالية العالمية ومنعكساتها، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 29، العدد 02، 2013.
45. محطار بودالي، تقييم سوق الإيجار التمويلي في الجزائر للفترة 2007-2013، مجلة البشائر الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بشار، الجزائر، العدد 03، مارس 2016.
46. مدياني محمد ومحلي كمال، الإنفاق العام في البنى التحتية والنمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة معهد العلوم الاقتصادية (مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، المجلد 21، العدد 01، 2018.
47. مراد علة، الأزمة المالية العالمية: تأمل ومراجعة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العددان 48-49، خريف 2009-شتاء 2010.
48. مرعي عبد الرحمان، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 29، العدد الثالث، 2013.
49. مسعداوي يوسف، دور المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات (ICIEC) في تعزيز صادرات واستثمارات الدول الأعضاء، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 27 العدد الأول، 2011.
50. منصور كمال وخليفي عيسى، اندماج اقتصاديات البلدان العربية في اقتصاد المعرفة: المقومات والعوائق، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 04، جوان 2006.
51. موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، العدد 05، 2014.
52. موصللي سلمان والسلمان حازم، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 29، العدد الثاني، 2013.

1. العققون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2013/2012.
2. بحري أميرة، الاستثمار الأجنبي المباشر خارج قطاع المحروقات ودوره في النمو الاقتصادي -دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 2000/2014، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة 1، الجزائر، 2017/2016.
3. بلجل عدل، التجارب التنموية للاقتصادات الناشئة في بلدان جنوب شرق آسيا وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة 1، الجزائر، 2017/2016.
4. بلخباط جمال، جدوى الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2014-2015.
5. بيبى وليد، آليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل الأزمة المالية الحالية-دراسة حالة دول شمال إفريقيا-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
6. بيلال ملاحسو، أثر التأمينات على النمو الاقتصادي في الجزائر: للفترة 1990-2010، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2016/2015.
7. جوامع لبيبة، أثر سياسات الاستثمار في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية -دراسة مقارنة: الجزائر، مصر والسعودية 2000-2012-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
8. حفيظ فطيمة، الإصلاحات الاقتصادية وإشكالية النمو الاقتصادي في دول المغرب العربي (الجزائر، تونس والمغرب)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2011/2010.
9. حمريط رشيد، دور الاستثمار الفلاحي في دعم إيرادات الدولة-الزراعات الصحراوية-*** ولاية بسكرة نموذجاً***، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2013.
10. دهينة مجدولين، استراتيجيات تمويل القطاع الفلاحي بالجزائر في ظل الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2017/2016.

11. شيبان وردة، العلاقة السببية بين كمية النقود والنتاج المحلي الإجمالي في الجزائر دراسة قياسية (1990-2011)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة 1، الجزائر، 2015-2016.
12. صليحة فلاق، متطلبات تنمية نظام التأمين التكافلي -تجارب عربية-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة حسينية بن بوعلی الشلف، الجزائر، 2014/2015.
13. طالب عمر، أثر توريق الديون الرهنية على أداء السوق الثانوية العقارية -دراسة مقارنة لبلدان شمال إفريقيا-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادي (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015.
14. طالب محمد الأمين وليد، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية "حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية 2007-2008"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (رسالة غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015/2016.
15. طویل بهاء الدين، دور السياسات المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر: 1990-2010، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2015/2016.
16. عماري زهير، تحليل اقتصادي قياسي لأهم العوامل المؤثرة في قيمة الناتج المحلي الفلاحي الجزائري خلال الفترة (1980/2009)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013/2014.
17. غربي فوزية، الزراعة الجزائرية بين الاكتفاء والتبعية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007/2008.
18. كمال زيتوني، أثر الصدمات الاقتصادية في تحليل مؤشرات الأزمات المصرفية خلال الفترة 1980-2015-دراسة مقارنة بين الجزائر والسعودية-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2016/2017.
19. لبعل فطيمة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016/2017.
20. يجياوي عمر، سياسات الإصلاح الاقتصادي وتحديات المناخ الاستثماري بالدول العربية: دراسة حالة الجزائر، مصر، تونس، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016-2017.

ت. التقارير

1. صندوق النقد العربي، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصادات العربية، ديسمبر 2008.
2. صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، 2009.
3. صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2010.
4. منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة، التجارة الزراعية والفقراء: هل يمكن توظيف التجارة لصالح الفقراء؟، تقرير حالة الأغذية والزراعة 2005.
5. منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة، حالة الأغذية والزراعة " الوقود الحيوي: الآفاق والمخاطر والفرص"، روما، 2008.
6. منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة، تقرير حالة الأغذية والزراعة: الاستثمار في الزراعة من أجل مستقبل أفضل، 2012.

ث. النشرات والبيانات الصحفية

1. صندوق النقد الدولي، إدارة العلاقات الخارجية، بيان صحفي رقم 09/248، 1 جويلية 2009.
2. نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، 18 جوان 2009.
3. نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، 6 جويلية 2009.
4. نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، 19 فبراير 2010.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

A. Books

1. Beltas Abdelkader, **La Titrisation**, Edition Légende, 2007.
2. Cattaneo Olivier & Gereffi Gary & Starits Cornelia, **Global Value Chains in Postcrisis World a Development Perspective**, the World Bank, 2010.
3. Chapelle Karine, **Économie Industrielle**, Série Économie, Librairie Vuibert, Paris, France, Décembre 2008.
4. Dufour Geneviève, **Les OGM et l'OMC : Analyse des accords SPS, OTC et du GATT**, éditions BRUYLANT, Belgique, 2011.
5. Leger Jacques, **l'avenir de notre industrie ! Construire une mondialisation durable**, AFNOR, Paris, France, 2010.
6. Mishkin Frederic S, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Sixth edition, Addison Wesley Longman, USA, 2001.
7. Mishkin Frederic S., **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Addison Wesley, 7th edition, 2004.
8. Mokhtar Kheladi, **Introduction aux Relations Economiques Internationales**, Offices des Publications Universitaires, 2010.
9. Mouhoubi Salah, **Crise Financière Mondiale et Enjeux de la Guerre des Monnaies**, Office des Publications Universitaires, 2011.
10. Naceur Aouadi, **Les marches de capitaux en Tunisie**, Editions C.L.E, Tunisie, 2002.
11. Najeh Tijani, **Monnaie, Institutions financières et Politique Monétaire : Théorie et Pratique en Tunisie**, Imprimerie Officielle de la République Tunisienne, Tunisie, 2001.
12. Noreck Jean-Pierre, Voisin Michel, **La Dissertation d'Histoire et d'Economie**, Librairie Vuibert, France, Décembre 1994.
13. Plusieurs Auteurs, **Les Désordres de la Finance : Crises Boursières, Corruption, Mondialisation**, Office des Publications Universitaires, Algérie, 2006.
14. Saunders Anthony and Cornett Marcia Million, **Financial institutions management: a risk management approach**, Sixth Edition, McGraw-Hill/Irwin, 2008.
15. Szpiro Daniel. **Economie Monétaire et Financière**, De Boeck, Bruxelles, 1^{re} Edition, 2009.
16. Taglioni Daria & Winkler Debrah, **Making Global Value Chains Work For Development, Economic Premise**, The World Bank, May 2014, May 2014.
17. Tarondeau Jean Claude, **Stratégie Industrielle**, 2eme édition, Librairie Vuibert, Paris, France, Octobre 1998.

B. Articles

1. Ahn Sanghoon & Hemmings Philip, Policy Influences on Economic Growth in OECD Countries: An Evaluation of the Evidence, OECD Economics Department Working Paper N°246, 2000.
2. Ahrend Rudiger & Others, "Interactions between Monetary and Fiscal Policy" OECD Economics Department Working Papers N°521, 2006.
3. Ahrend Rudiger & Others, "Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil" OECD Economics Department Working Ppaers N°597, 2008.
4. Aizenman Joshua, On the paradox of Prudential Regulations in the Globalized Economy ; International Reserves and the Crisis : a Reassessment, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14779, March 2009.
5. Aizenman Joshua & Pasricha Gurnain Kaur, Selective Swap Arrangements and the Global Financial Crisis : Analysis and interpretation, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14821, March 2009.
6. Al-Ayouty Iman A., Decent Work Attainment and Labour Productivity: A Sample Survey of Textile Firms in Egypt, the Egyptian Center of Economic Studies ECES, Egypt, Working Paper N° 162, July 2011.
7. Al-Ayouty Iman A., Textile Global Commodity Chains: Efficiency and Industrial Upgrading in Egypt, Egyptian Center for Economic Studies ECES, Working Paper N° 160, December 2010.
8. Andreoni Antonio & Upadhyaya Shyam, Growth and Distribution Pattern of the World Manufacturing Output : A Statistical Profile, Working paper 02/2014, United Nations Industrial Development Organization, Vienna 2014.
9. Atiyas Izak, Structural Transformation and Industrial Policy, Economic Research Forum (ERF), Policy Perspective N°16, December 2016.
10. Atkenson Andrew & Kehoe Patrick J., On the Need For a New Approach to Analyzing Monetary Policy, National Bureau of Economic research, NBER Working Paper Series, Working Paper N° 14260, August 2008.
11. Auboin Marc, Restoring Trade Finance during a Period of Financial Crisis: Stock-Taking of Recent Initiatives, World Trade Organization, Staff Working Paper ERSD-2009-16, December 2009.
12. Bakker Bas B. & Gulde Anne-Marie, The Credit Boom in the EU New member States: Bad Luck or Bad Policies ?, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/130, May 2010.
13. Barro Robert J., Economic Growth in East Asia before and after the Financial Crisis, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8330, June 2001.

14. Bassanini Andrea & Others, Economic Growth: The Role of Policies and Institutions: Panel Data. Evidence from OECD Countries, OECD Economics Department, Working Paper N°283, 2001.
15. Beeson Mark & Rosser Andrew, The East Asian Economic Crisis : A Brief Overview of the Facts and the Future, Asia Research Centre, National Library of Australia, Working Paper N°86, June 1998.
16. Benmelech Afraim & Dlugosz Jennifer, The Credit Rating Crisis, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15045, June 2009.
17. Bonturi Marcos, Challenges in the Mexican Financial Sector, OECD Economics Department Working Papers N°339, 2002.
18. Bordo Michael D., An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008, NBER Working Paper Series, Working Paper N° 14569, National Bureau of Economic Research, December 2008.
19. Caballero Ricardo J. & Others, Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14521, December 2008.
20. Caballero Ricardo J., The "Other" Imbalance and the Financial Crisis, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15636, January 2010
21. Caprio Gerard & Peria Maria Soledad Martinez, Avoiding Disaster : Policies to Reduce the Risk of Banking Crises, ECES, Working Paper N°47, November 2000.
22. Cardarelli Roberto & Kose M. Ayhan, Economic Integration, Business Cycle, and Productivity in North America, International Monetary Fund, Working Paper 04/138, August 2004.
23. Claessens Stijn & Kose Ayhan M., Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper N°28, January 2013.
24. Coppel Jonathan, E-Commerce: Impacts and Policy Challenges, OECD Publishing, Working Papers N°252, 2000.
25. Corsetti Giancarlo & Others, What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°6833, December 1998.
26. Davis E. Philip, Asset prices and real economic activity, OECD economics department working papers N°764, OECD publishing, 2010.
27. De Carvalho Filho Irineu, Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/45, February 2010.

28. Dekle Robert & Others, Global Rebalancing with Gravity : Measuring the Burden of Adjustment, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°13846, March 2008..
29. Demetriades Panicos, Financial Markets and Economic Development, The Egyptian Center for Economic Studies ECES, Working Paper N°27, June 1998.
30. Demirgüç-Kunt Asli & Detragiache Enrica, Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey, World Bank, World Bank Policy Research Working Paper 3719, September 2005.
31. Dooley Michael P. & Hutchinson Michael M., Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets : Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N° 15120, June 2009.
32. Dooley Michael P. & Others, Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14731, February 2009.
33. Edwards Sebastian, Does the Current Account Matter?, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002.
34. Eggertsson Gauti B., What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates ? NBER Macroeconomics Annual 2010, Volume 25, National Bureau of Economic Research, May 2011.
35. Edwards Sebastian, Exchange Rates as a Nominal Anchors, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°4246, December 1992.
36. Eichengreen Barry and Tong Hui, The External Impact of China's Exchange Rate policy : Evidence from Firm Level Data, IMF Working Paper N°11/155.
37. El-Ghamrawy Tarek, The Impact of Trade Openness on Employment and Wages in Egypt's Manufacturing Sector, The Egyptian Center of Economic Studies, Egypt, Working paper N°176, April 2014.
38. El-Mahgoub Ayman, New Strategies for Trusteed Pension Funds (One Global Macro-Approach), Arab Economic journal, Egypt, N°23, 2001.
39. Galal Ahmad, Globalization and the Economic Well-Being of Citizens, the Egyptian Center for Economic research Egyptian Center for Economic Studies, working paper N°59, August 2001.
40. Gereffy Gary & Luo Xubei, Risks and Opportunities of Participation in Global Value Chains, the World Bank, Policy Research Working Paper 6847, April 2014.
41. Ghosh Atish R. & Others, Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment, International Monetary Fund, IMF Working Paper 14/11, January 2014.

42. Goldstein Itay & Others, Liquidity, Institutional Quality and the Composition of International Equity Outflows, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°13723, January 2008..
43. Golo Carlo & Spadafora Fransesco, Financial Sector Surveillance and the IMF, International Monetary Fund, IMF Working Paper 09/247, November 2009.
44. Gries Thomas, Does Technological Change Drive Inclusive Industrialization ?, A Review of Major Concepts and Findings, Working paper N°16/2015, United Nations Industrial Development, Vienna 2015.
45. Hafsi Taieb, Global Competition and the Peripheral Player : A Promising Future, ECES, Working Paper N°55, April 2001.
46. Haque Nadeem UI, The Asian Crisis, Egyptian Center for Economic Studies, working paper N°30, June 1998.
47. Helmy Omneia, ICT services Without Borders: An Opportunity for Egypt ?, ECES, Working Paper N°150, June 2009.
48. Horlick Max, The Relationship between Public and Private Pension Schemes: an Introductory Overview, Social Security Bulletin, Social Security Administration, USA, Vol 50, N°07, July 1987.
49. Huang Rocco & Ratnovoski Lev, The Dark Side of Bank Wholesale Funding, Research Department, Federal reserve Bank of Philadelphia, Working Paper N°09-3, November 2008.
50. Igan Deniz & Others, A fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis, International Monetary Fund, IMF Working Paper 09/287, December 2009.
51. Ikizler Huseyin & Tunali Insan, Agricultural Transformation and labor mobility During the ARIP Period in Turkey : Evidence from Micro-Data, 2000-2002, the Economic Research Forum ERF, Giza, Egypt, Working Paper N°706, 2012.
52. Levine Ross & Zervos Sara, Stock Markets, Banks, and Economic Growth, The American Economic Review, Vol 88, N° 3, June 1998.
53. Merrouche Ouarda & Nier Erlend, What Caused the Global Financial Crisis? – Evidence on the drivers of Financial Imbalances 1999-2007, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/265, December 2010.
54. Mody Ashoka & Ohnsorge Franziska, After the Crisis: Lower Consumption but Narrower Global Imbalances?, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10 /11, January 2010.
55. Mohieldin Mahmoud, the Egypt-EU Partnership Agreement and Liberalization of Services, Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper N°9, February 1997.
56. Montiel Peter J., Debt Management and Macroeconomic Stability, Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper N°88, November 2003.

57. Mylonas Paul and Schich Sebastian, the Use of Financial Markets indicators by Monetary Authorities, OECD Publishing , Working Paper N°223, 1999.
58. Obstfeld Maurice & Others, Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap lines in the Panic of 2008, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14826, March 2009.
59. Pinto Brian & Ulatov Sergei, Financial, Globalization and the Russian Crisis of 1998, Policy Research Working Paper N°5312, The World Bank, May 2010.
60. Prasad Eswar S., Rebalancing Growth in Asia, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15169, July 2009.
61. Ratnovoski Lev & Huang Rocco, Why Are Canadian Banks more Resilient?, International Monetary Fund, Working Paper, 09/152, July 2009.
62. Reinhart Carmen M. & Rogoff Kenneth S., Banking Crises : An Equal Opportunity Menace, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°14587, December 2008.
63. Reinhart Carmen M. & Rogoff Kenneth S., Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°13761, January 2008.
64. Rogoff Kenneth S. & Others, Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, International Monetary Fund, IMF Working Paper 243, December 2003.
65. Rose Andrew K. & Spiegel Mark M., Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper N°15357, September 2009.
66. Shahin Magda and Bestawi Akrum, Trade in Services Through the Temporary Presence of Natural Persons: A Win-Win Formula for Egypt and the EU, Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper N° 131, April 2008.
67. Slimi Souhir, Bank Profitability and the Business Cycle: Evidence from MENA Countries, the Economic Research Forum ERF, Working Paper N°710, October 2012.
68. Tohamy Sahar and Swinscoe Adrian, The Economic Impact of Tourism in Egypt, The Egyptian Center For Economic Studies, Working Paper N°40, June 2000.
69. Upadhaya Shyam & Kepplinger David, How Industrial Development Matters to the Well-being of the Population: Some Statistical Evidence, United Nations Industrial Development Organization, Working Paper 04/1014, 2014.
70. Valencia Fabian, Bank Capital and Uncertainty, International Monetary Fund, IMF Working Paper 10/208, September 2010.

71. Varma Jayanth R., Asian Crisis and Finance Theory, The Journal of Indian Institute of Management, Ahmedabad, October-December 1998, <http://www.iimahd.ernet.in/vikalpa/02-10-2018>.
72. Wolfi Anita, Productivity Growth in Service Industries : an Assessment of recent Patterns and the Role of Measurement, OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2003/07, 2003.
73. Wolfi Anita, the Service Economy in OECD Countries, STI Working Paper 2005/03, OECD Publications, 2005.
74. Xu Xiaoming & Yan Yanyan, Does Government Investment Crowd Out Private Investment in China ?, journal of Economic Policy reform, Vol 17, N°01, 2014.

C. Seminars

1. Acharya Viral & Schnabl Philipp, Do Global Banks Spread Global Imbalances ? The Case of Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09, 10th Jacques Polak Annual Research Conference, International Monetary Fund, November 5-6, 2009.
2. Bagliano Fabio C. & Others, Heterogeneous Behaviour in Exchange Rate Crises, the Microstructure of Foreign Exchange Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 1996.
3. Bordo Michael D. & Flandreau Marc, Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization, Globalization in Historical Perspective, National Bureau of Economic Research, January 2003.
4. Blundell-Wignall Adrian, Atkinson Paul and Lee Se Hoon, The Current financial Crisis: Causes and policy issues, Financial Market trends, OECD, 2008.
5. Burnside A. Craig & Others, On the Fiscal Implications of Twin Crises, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
6. Calomiris Charles W. & Mason Joseph R., How to Restructure Failed Banking Systems : Lessons from the Unites States in the 1930s and Japan 1990s, Governance, Regulation, and Privatization in the Asia-Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 12, January 2004.
7. Calvo Guillermo A., Balance-of-Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments, Currency Crises, National Bureau of Economic Research, January 2000.
8. Chadha Bankim & Others, The Evolving Role of Banks in International Capital Flows, International Capital Flows, National Bureau of Economic research NBER, January 1999.

9. Cho Dongchul & West Kenneth D., Interest Rates and Exchange Rates in the Korean, Philippine, and Thai Exchange Rate Crises, *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research, January 2003.
10. Claessens Stijn & Others, Financial Restructuring in Banking and Corporate-Sector Crises. What Policies to Pursue?, *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
11. Corsetti Giancarlo & Others, The Role of Large Players in Currency Crises, *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002.
12. Cudmore Edgar & John Whalley, Border Delays and Trade Liberalization, *International Trade in East Asia*, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 14, National Bureau of Economic Research NBER, August 2005.
13. Dekle Robert & Kletzer Kenneth, Domestic Bank Regulation and Financial Crises : Theory and Empirical Evidence from East Asia, *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002.
14. Demirguc-Kunt Asli & Maksimovik Vojislav, Stock Market Development and Corporate Finance Decisions, *Finance and Development*, June 1996.
15. Dooley Michael P. & Verma Sujata, Rescue Packages and Output Losses Following Crises, *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
16. Dornbusch Rudi, A Primer on Emerging-Market Crises, *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002.
17. Dornbusch Rudi, Malaysia's Crisis: Was It Different? *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research, January 2002.
18. Drazen Allan, Interest Rate Defense against Speculative Attack as a Signal. A Primer, *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
19. Dullien Sebastian & Others, the Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries, UNCTAD, December 2010.
20. Edwards Sebastian, Capital Flows to Latin America, *International Capital Flows*, National Bureau of Economic Research NBER, January 1999.
21. Eichengreen Barry & Mody Ashoka, What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt, *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies*, National Bureau of Economic Research, January 2000.

22. Feldstein Martin S., Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: An Overview of Prevention and Management, Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, National Bureau of Economic Research, January 2003.
23. Folkerts-Landau David, the Case for International Coordination of Financial Policy, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990.
24. Frankel Jacob & Others, The Rational for, and Effects of, International Economic policy Coordination, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990.
25. Frankel Jeffrey A. & Others, Continental Trading Blocs: Are They Natural or Supernatural?, The Regionalization of the World Economy, National Bureau of Economic Research NBER, January 1998.
26. Frankel Jeffrey A. & Wei Shang-Jin, Regionalization of World Trade and Currencies : Economics and Politics, Regionalization of the World Economy, National Bureau of Economic research NBER, January 1998.
27. Frankel Jeffrey A., Obstacles to Coordination, and a Consideration of Two Proposals to Overcome Them : International Nominal Targeting (INT) and the Hosomi Fund, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990.
28. Frankley Jeffrey A. & Roubini Nouriel, Industrial Country Policies, Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, National Bureau of Economic Research, January 2003.
29. Froot Kenneth A., Multinational Corporations, Exchange Rates, and Direct Investment, International Policy and Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990.
30. Garber Peter M., Derivatives in International Capital Flows, International Capital Flows, National Bureau of Economic research NBER, January 1995.
31. Garber Peter M. & Spencer Michael G., Dynamic Hedging and the Interest Rate Defense, the Microstructure of Foreign Exchange Markets, National Bureau of Economic research NBER, January 1996.
32. Geanakoplos John & Pedersen Lasse Heje, Monitoring Leverage, Risk Topography: Systemic Risk and Macro Medeling, National Bureau of Economic Research, August 2014.
33. Ghosh Atish R. & Others, Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries, IMF Staff Position Note International Monetary Fund, April 23, 2009.

34. Giavazzi Francesco & Giovannini Alberto, Can the European Monetary System be Copied Outside Europe ? Lessons from Ten Years of Monetary Policy Coordination in Europe, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic research NBER, January 1990.
35. Goldstein Morris, An Evaluation of Proposals to Reform the International Financial Architecture, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2003.
36. Hermalin Benjamin & Others, Risks to Lenders and Borrowers in International Capital Markets, International Capital Flows, National Bureau of Economic Research NBER, January 1995.
37. Hsieh David A. & Kleidon Allan W., Bid-Ask Spreads in Foreign Exchange Markets : Implications for Models of Asymmetric Information, The Microstructure of Foreign Exchange Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 1996.
38. Hutchison Michael M., A Cure Worse Than the Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
39. Hwang Sang In & Others, Korea's Liberalization of Financial Services Trade, Trade in Services in the East Asia Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics (EASE), Volume 11, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
40. Ito Takatoshi, Capital Flows in Asia, Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies, National Bureau of Economic Research, January 2000.
41. Jeanne Olivier & Wypolsz Charles, the International Lender of Last Resort. How Large is Large Enough, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
42. Joh Sung Wook, The Korean Economic Crisis and Corporate Governance System, Governance, Regulation, and privatization in the Asia-Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 12, National Bureau of Economic Research, January 2004.
43. Jorion Philippe, Risk and Turnover in the Foreign Exchange Market, The Microstructure of Foreign Exchange Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 1996.
44. Jwa Sung Hee, Globalization and New Industrial Organization: Implications for Structural Adjustment Policies, Regionalism versus Multilateral Trade Arrangements, NBER-EASE, Volume 06, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997.

45. Kaminsky Graciela L. & Reinhart Carmen M., Bank Lending and Contagion : Evidence from the Asian Crisis, Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences, NBER-EASE Volume 10, January 2001.
46. Kaplan Ethan & Rodrik Dani, Did the Malaysian Capital Controls Work? Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2002.
47. Kenen Peter B., The Coordination of Macroeconomic Policies, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990.
48. Kohama Hirohisa, Japan's Development Cooperation and Economic Development in East Asia, Growth Theories in Light of the East Asian Experience, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 4, National Bureau of Economic Research, January 1995.
49. Krueger Anne O. & Yoo Jungho, , Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002.
50. Krugman Paul R. & Others, Currency Crises, International Capital Flows, National Bureau of Economic Research NBER, January 1999.
51. Lee Honggugue, A Prospective on the Effects of NAFTA on Korea, Regionalism versus Multilateral Trade Agreements, NBER-EASE, Volume 6, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997.
52. Levinsohn James A. & Others, Impacts of Indonesian Economic Crisis-Price Changes and the Poor, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research, January 2003.
53. LI David D. & Wu Changqi, GATT/WTO Accession and Productivity, Growth and Productivity in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 13, National Bureau of Economic Research NBER, January 2004.
54. Lim Youngjae & Hahn Chin Hee, Bankruptcy Policy Reform and Total Factor Productivity Dynamics in Korea: Evidence from Microdata, Growth and Productivity in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 13, National Bureau of Economic research, June 2004.
55. Linda S. Goldberg, When Is U.S .Bank Lending to Emerging Markets Volatile?, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, January 2002.
56. Lipsey Robert E., The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows, International Capital Flows, National Bureau of Economic Research NBER, January 1999.
57. Ma Zihui & Cheng Leonard K., the Effects of Financial Crises on International Trade, International Trade in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 14, August 2005.

58. Mendoza Enrique G, Credits, Prices, and Crashes : Business Cycles with a Sudden Stop, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002.
59. Mishkin Frederic S. and Others, Financial Policies, Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
60. Mishkin Frederic S., The Financial Crisis and the Federal Reserve, NBER Macroeconomics Annual 2009, Volume 24, National Bureau of Economic Research, April 2010.
61. Montiel Peter J., Debt Management and Macroeconomic Stability, ECES Conference on “Fiscal Sustainability and Public Expenditures in Egypt”, Egypt, October 19-20, 2003.
62. Neal Larry & Weidenmier Marc, Crises in the Global Economy from Tulpis to Today, Globalization in Historical Perspective, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
63. Obstfeld Maurice & Taylor Alan M., Globalization and Capital Markets, Globalization in Historical Perspective, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
64. Obsfeld Maurice, The Effectiveness of Foreign-Exchange Intervention: Recent Experience, 1985-1988, International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, National Bureau of Economic Research NBER, January 1990.
65. Park Won-Am, Financial Liberalization: The Korean Experience, Financial Deregulation and Integration in East Asia, National Bureau of Economic Research, January 1996.
66. Park Yung Chul & Lee Jong-Wha, Recovery and Sustainability in East Asia, Managing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2003.
67. Prusa Thomas J., The Growing Problem of Antidumping Protection, International Trade in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 14, National Bureau of Economic Research NBER, August 2005.
68. Radelet Steven & Sachs Jeffrey, The Onset of the East Asian Financial Crisis, Currency Crises, National Bureau of Economic Research, January 2000.
69. Razin Assaf, The Contribution of FDI Flows to Domestic Investment in Capacity, and Vice Versa, Growth and Productivity in East Asia, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 13, National Bureau of Economic Research NBER, June 2004.
70. Reinhart Carmen M. & Reinhart Vincent Raymond, What Hurts Emerging Most? G3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility? Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002.

71. Rose Nancy L., Learning from the Past: Insights for the Regulation of Economic Activity, Economic Regulation and its Reform: What Have We Learned?, National bureau of Economic Research, June 2014.
72. Rousseau Peter L. & Sylla Richard, Financial Systems, Economic Growth, and Globalization, Globalization in Historical Perspective, National Bureau of Economic Research, January 2003.
73. Taylor John B., Macroeconomic Lessons from the Great Deviation, NBER Macroeconomics Annual 2010, Volume 25, National Bureau of Economic Research, May 2011.
74. Tornell Aaron, Banks, Bailout Guarantees, and Risky Debt, Governance, Regulation, and Privatization in the Asia-Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 12, National Bureau of Economics Research NBER, January 2004.
75. Tornell Aaron, Policy in an Economy with Balance Sheet Effects, Preventing Currency Crises in Emerging Markets, National Bureau of Economic Research NBER, January 2002.
76. Tornell Aaron & Others, The Political Economy of Mexico's Entry into NAFTA, Regionalism versus Multilateral Trade Arrangements, NBER-EASE, Volume 06, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997.
77. Urata Shujiro & Kawai Hiroki, Intrafirm Technology Transfer by Japanese Manufacturing Firms in Asia, The Role of Foreign Direct Investment in East Asian Economic Development, National Bureau of Economic Research NBER, January 2000.
78. Wei Shang-Jin & Frankel Jeffrey A., Open versus Closed Trade Blocs, Regionalism versus Multilateral Trade Arrangements, NBER-EASE, Volume 6, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997,
79. Whalley John, Why Do Countries Seek Regional Trade Agreements?, The Regionalization of the World Economy, National Bureau of Economic Research NBER, January 1998.
80. Yue Chia Siow., Regionalism and Subregionalism in ASEAN : The Free Trade Area and Growth Triangle Models, Regionalism versus Multilateral Trade Arrangements, NBER-EASE, Volume 6, National Bureau of Economic Research NBER, January 1997.

D. Theses

1. Belogbi Zakaria, Adaption du Modèle Macroéconométrique de Haque et Alii à L'Economie Algérienne, Thèse pour L'Obtention du Diplôme de Doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université D'Alger, Algérie, 2004/2005.

E. Reports

1. Bank for International Settlements, The Banking Industry in the Emerging Market Economies: Competition, Consolidation and Systemic Stability, BIS Papers N°4, August 2001.
2. European Central Bank, Monthly Bulletin, March 2010.
3. Fiscal Affairs, Monetary and Capital Markets, and Research Departments, Exiting from Crisis Intervention Policies, International Monetary Fund, February 4, 2010.
4. Food and Agriculture Organization of the United Nations, Human Security & Food Security, 2016.
5. International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 1997.
6. International Monetary Fund, World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms, April 2004.
7. International Monetary Fund, Crisis Program Review, November 9, 2015.
8. Organisation Mondiale du Commerce, Rapport sur le Commerce Mondiale : Analyse des liens entre les subventions, le commerce et l'OMC, 2006.
9. Organisation Mondiale du Commerce, Commerce et Développement : tendances Récentes et Rôle de l'OMC, Rapport sur le commerce mondiale, 2014.
10. The Service Economy, Business and Industry Policy Forum Series, OECD Publications, 2000, P13.
11. United Nations Industrial Development, Lao PDR: Medium-term Strategy and Action Plan for Industrial Development, A Comprehensive Framework to Foster Economic Initiative in Lao PDR., 31 May 2003.
12. United Nations Industrial Development, Sustaining Employment Growth: the Role of Manufacturing and Structural Change, Organization Industrial Development Report 2013.
13. United Nations Industrial Development, Sustaining Employment Growth: The Role of Manufacturing and Structural Change, Industrial Development Report 2013.
14. World Bank, Agriculture for Development, World Development Report, 2008.

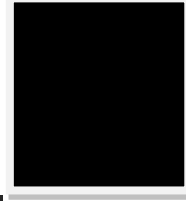
F. Bulletins

15. Bank for International Settlements BIS, Statical Bulletin, June 2007.

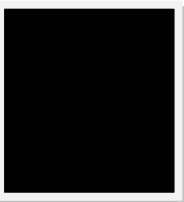
G. Websites

1. <http://www.imf.org/en/Countries/> 24-08-2018
2. <https://bit.ly/3gKy0fM/> 30-08-2018
3. <https://data.oecd.org/trade/current-account-balance.htm/> 20-10-2018.
4. <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm/> 28-10-2019
5. <https://www.imf.org/external/arabic/np/exr/consult/2017/licsfacs/pdf/bgrdnote-lic.pdf/> 03-12-2019.

أثر الاختلال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي
في ظهور الأزمات المالية
دراسة مقارنة بين أزمة جنوب شرق آسيا 1997
والأزمة المالية العالمية 2008



الفهرس



الصفحة	العنوان
II	الإهداء
III	شكر وتقدير
IV	الملخص
VII	قائمة المحتويات
XII	قائمة الجداول
XV	قائمة الأشكال
XVII	قائمة الملاحق
المقدمة العامة	
أ	تمهيد
ب	إشكالية الدراسة
ث	فرضيات الدراسة
ج	أهمية الدراسة
ح	أهداف الدراسة
ح	المنهج العلمي وأدوات البحث المستخدمة في الدراسة
خ	الدراسات السابقة
ر	هيكل الدراسة
الفصل الأول: القطاعات الاقتصادية: إطار مفاهيمي	
1	تمهيد
2	المبحث الأول
3	مفاهيم حول القطاع الحقيقي
3	المطلب الأول
4	مفاهيم حول القطاع الزراعي
4	الفرع الأول
6	الزراعة، تعريفها وتطورها
6	الفرع الثاني
	السياسات الزراعية

12	مفاهيم حول قطاع الصناعة	المطلب الثاني
13	الصناعة: تعريفها وتطورها	الفرع الأول
17	استراتيجيات التصنيع	الفرع الثاني
22	مفاهيم حول قطاع الخدمات	المطلب الثالث
22	تعريف الخدمات وتصنيفاتها	الفرع الأول
26	أشكال الخدمات	الفرع الثاني
30	مفاهيم حول القطاع المالي	المبحث الثاني
30	المؤسسات المالية البنكية	المطلب الأول
30	أنواع البنوك	الفرع الأول
35	العوامل المؤثرة على العمل المصرفي، ومخاطره وضوابطه	الفرع الثاني
39	المؤسسات المالية غير البنكية	المطلب الثاني
39	شركات التأمين	الفرع الأول
41	صناديق الاستثمار	الفرع الثاني
43	صناديق التقاعد	الفرع الثالث
44	مؤسسات مالية أخرى	الفرع الرابع
46	الأسواق المالية	المطلب الثالث
46	ماهية الأسواق المالية وأنواعها	الفرع الأول
49	شروط عمل السوق المالي وأنواع الأدوات المالية المتداولة فيه	الفرع الثاني
54	أنواع المتعاملون في الأسواق المالية	الفرع الثالث
55	كفاءة الأسواق المالية	الفرع الرابع
57	الأدوار الاقتصادية للقطاعات الاقتصادية	المبحث الثالث
57	الأدوار الاقتصادية للقطاع الحقيقي	المطلب الأول
57	الأدوار الاقتصادية لقطاع الزراعة	الفرع الأول
61	الأدوار الاقتصادية لقطاع الصناعة	الفرع الثاني
66	الأدوار الاقتصادية لقطاع الخدمات	الفرع الثالث

71	الأدوار الاقتصادية للقطاع المالي	المطلب الثاني
71	الأدوار الاقتصادية للمؤسسات المالية البنكية	الفرع الأول
75	الأدوار الاقتصادية للمؤسسات المالية غير البنكية	الفرع الثاني
78	الأدوار الاقتصادية للأسواق المالية	الفرع الثالث
81	خلاصة الفصل الأول	
82	الفصل الثاني: الأزمات المالية: تأصيل نظري	
83	تمهيد	
84	مفهوم الأزمات المالية	المبحث الأول
84	تعريف الأزمة المالية، خصائصها، مراحلها، والنظريات المفسرة لها	المطلب الأول
84	تعريف الأزمة المالية	الفرع الأول
86	خصائص الأزمة المالية	الفرع الثاني
87	مراحل الأزمة المالية	الفرع الثالث
88	النظريات المفسرة للأزمة المالية	الفرع الرابع
92	أنواع الأزمات المالية	المطلب الثاني
93	أزمة المديونية الداخلية والخارجية	الفرع الأول
94	أزمة العملة	الفرع الثاني
97	الأزمة البنكية أو أزمة الذعر المالي	الفرع الثالث
100	التوقف المفاجئ أو أزمة الحساب الرأسمالي	الفرع الرابع
101	أزمة الأسواق المالية	الفرع الخامس
102	الأزمة النظامية أو الأزمة المالية المزدوجة	الفرع السادس
104	مؤشرات الأزمات المالية	المطلب الثالث
105	المؤشرات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية الكلية	الفرع الأول
110	المؤشرات المتعلقة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية	الفرع الثاني

113	أسباب الأزمات المالية	المبحث الثاني
113	أسباب كلية	المطلب الأول
113	العوامل الداخلية	الفرع الأول
115	العوامل الخارجية	الفرع الثاني
122	أسباب مالية	المطلب الثاني
122	التحرير المالي غير السليم	الفرع الأول
124	ضعف نظم الرقابة المكلفة بالإشراف على أسواق المال والمؤسسات المالية وضبط التعاملات فيها	الفرع الثاني
126	التساهل في الإقراض وغياب التوازن والتناسب بين أصول وخصوم البنوك	الفرع الثالث
126	تشوه نظام الحوافز	الفرع الرابع
127	الكبت الحكومي	الفرع الخامس
128	نقص فادح في الشفافية	الفرع السادس
128	أسباب أخرى	المطلب الثالث
128	الإقبال الكبير على توريق الديون العقارية والمنتجات المالية المشتقة والمهيكلية	الفرع الأول
131	تعاظم أهمية رؤوس الأموال قصيرة الأجل	الفرع الثاني
132	سياسات سعر الصرف	الفرع الثالث
134	التطور التاريخي للأزمات المالية	المبحث الثالث
134	الأزمات المالية إلى غاية النصف الأول من القرن العشرين	المطلب الأول
134	أزمات القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين	الفرع الأول
136	أزمة الكساد الكبير 1929-1939	الفرع الثاني
138	أزمات النصف الثاني من القرن العشرين	المطلب الثاني
139	أزمات الخمسينات والستينات والسبعينات	الفرع الأول
141	أزمات الثمانينات	الفرع الثاني
147	أزمات التسعينات	الفرع الثالث

154	أزمات القرن الواحد والعشرون	المطلب الثالث
154	أزمة الأرجنتين 2001	الفرع الأول
156	الأزمة اليونانية 2011	الفرع الثاني
159		خاتمة الفصل الثاني
الفصل الثالث: أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008		
160		تمهيد
161		
162	أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة المالية العالمية 2008	المبحث الأول
162	أسباب أزمة جنوب شرق آسيا 1997	المطلب الأول
162	اسباب متعلقة بعوامل خارجية	الفرع الأول
172	أسباب متعلقة بعوامل محلية	الفرع الثاني
182	أسباب الأزمة المالية العالمية 2008	المطلب الثاني
182	أسباب متعلقة بالقطاع الحقيقي	الفرع الأول
189	أسباب متعلقة بالقطاع المالي	الفرع الثاني
201	تطور الأزمات والجهود المبذولة لمواجهتهما	المبحث الثاني
201	تطور أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والجهود المبذولة لمواجهتها	المطلب الأول
201	تطور أزمة جنوب شرق آسيا 1997	الفرع الأول
209	الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة	الفرع الثاني
223	تطور الأزمة المالية العالمية 2008 والجهود المبذولة لمواجهتها	المطلب الثاني
223	تطور الأزمة المالية العالمية 2008	الفرع الأول
229	الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008	الفرع الثاني
246		خلاصة الفصل الثالث

247	الفصل الرابع: الدراسة القياسية للعلاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي	
248	تمهيد	
249	مرحلة تعيين أو توصيف النموذج	المبحث الأول
249	تحديد متغيرات النموذج	المطلب الأول
249	المتغيرات التفسيرية	الفرع الأول
256	المتغير التابع	الفرع الثاني
258	مصادر بيانات النموذج وحدوده المكانية والزمنية	الفرع الثالث
259	تقدير النموذج وتحليل النتائج	الفرع الرابع
260	اختبارات جودة توصيف النموذج واختبارات الفروض	المطلب الثاني
260	اختبارات جودة توصيف النموذج	الفرع الأول
264	اختبارات الفروض (Tests of Hypotheses)	الفرع الثاني
269	اختبارات الكشف عن المشاكل القياسية	المبحث الثاني
269	اختبارات الكشف عن الامتداد الخطي المتعدد أو الازدواج الخطي (Multicollinearity)	المطلب الأول
269	اختبارات "فارار-قلوبر" (Farrar-Glauber)	الفرع الأول
271	تحليل الترافدية ل"فريش" (Frisch)	الفرع الثاني
272	اختبار الكشف عن عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي (Heteroscedasticity Test)	المطلب الثاني
273	اختبار "بروش-بيقان" (Breusch-Pagan)	الفرع الأول
274	اختبار "بارك" (Park)	الفرع الثاني
274	اختبار "وايت" (White)	الفرع الثالث
275	اختبار "أرك" (ARCH)	الفرع الرابع
275	اختبار الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي	المطلب الثالث
276	اختبار "دارين-واتسن" (Durbin-Watson)	الفرع الأول
277	اختبار "بروش-قودفراي" (Brusch-Godfrey)	الفرع الثاني

279	اختبارات استقرار أو سكون السلاسل الزمنية (Stationarity)	المبحث الثالث
279	اختبار استقرارية السلسلة الزمنية للمتغير التابع	المطلب الأول
279	اختبار "ديكي-فولار الموسع" (Augmented Dickey-Fuller Test ADF)	الفرع الأول
284	اختبار "فيليب-بيرون" (Phillips-Perron)	الفرع الثاني
286	اختبار KPSS	الفرع الثالث
287	اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات التابعة	المطلب الثاني
287	اختبارات استقرارية السلسلة الزمنية للإتفاق الحكومي	الفرع الأول
289	اختبارات استقرارية السلسلة الزمنية للضرائب على الصادرات	الفرع الثاني
291	اختبارات استقرارية السلسلة الزمنية للمديونية الخارجية قصيرة الأجل	الفرع الثالث
293	اختبارات التكامل المشترك (Cointegration) والسببية (Casualty)	المبحث الرابع
293	اختبارات التكامل المشترك	المطلب الأول
294	اختبار "أنجل-غرانجر" (Engel-Granger Test)	الفرع الأول
296	اختبار "جوهانسون للتكامل المشترك" (Johansen System Cointegration)	الفرع الثاني
298	اختبار السببية	المطلب الثاني
298	اختبار "غرانجر للعلاقة السببية بين المتغيرات" (Granger Casualty)	الفرع الأول
299	تقدير النموذج	الفرع الثاني
305	خلاصة الفصل الرابع	
306	الخاتمة العامة	
311	نتائج الدراسة	
315	اختبار الفرضيات	
316	التوصيات	
321	آفاق البحث	

322	الملاحق
363	المراجع
391	الفهرس