

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR –ANNABA UNIVERSITY
UNIVERSITE BADJIMOKHTAR-ANNABA



جامعة باجي مختار - عنابة

كلية: العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
مخبر: المالية الدولية ودراسة الحوكمة والنشوء
قسم: العلوم الاقتصادية

أطروحة دكتوراه
مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

إشكالية الاندماج بين الدوائر المالية والنقدية والحقيقية من الاقتصاد:
دراسة حالة الاقتصاد الجزائري

الشعبة: علوم اقتصادية
للطالبة: مرزوق آمال

مدير أطروحة التخرج: علي بن ثابت أستاذ التعليم العالي جامعة باجي مختار - عنابة

أمام أعضاء اللجنة:

داحي عمار	أستاذ محاضر - أ -	رئيسا	جامعة عنابة
علي بن ثابت	أستاذ التعليم العالي	مقررا	جامعة عنابة
كرزايي عبد اللطيف	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة تلمسان
منصوري عبد الله	أستاذ محاضر - أ -	عضوا	جامعة عنابة
دهان محمد	أستاذ محاضر - أ -	عضوا	جامعة قسنطينة
بضياف عبد المالك	أستاذ محاضر - أ -	عضوا	جامعة قالمة



﴿وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَى عَالِمِ
الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ﴾

صدق الله العظيم

(سورة التوبة، الآية 105)

التصريح

أنا الممضية أسفله، الآنسة مرزوق آمال، أصرح بشرفي بأن هذه الأطروحة الحاملة
للعنوان: "إشكالية الاندماج بين الدوائر المالية والنقدية والحقيقية من الاقتصاد: دراسة
حالة الاقتصاد الجزائري"، المقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، هو عمل تحت مسؤوليتي
التامة، وهو عمل غير مقدم سواء جزء منه أو كله لمؤسسات علمية أخرى لنيل شهادة
أكاديمية.

المعنية:

المخلص

من بين الأحداث الهامة للنظام الرأسمالي في العقود الأخيرة تحت قبضة الليبرالية المتطرفة، ظاهرة انفصال الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي وكأنهما خطوط متوازية لا يمكنها الالتقاء . مما يدل على عدم وجود اندماج بين دائرتين، واحدة تسمى المالية، والأخرى تمثل المتغيرات الحقيقية. ومنذ ذلك الحين، الثروات المنتجة أصبحت شيئاً فشيئاً لا تمثل ثمرة العمل البشري، فهي في الواقع نتيجة معاملات مالية بحتة في شكل نقشي المضاربة التي تشهدها الأسواق المالية الغير مستقرة بطبيعتها وأين يكون اتخاذ المخاطر متأصلاً فيها، وتحوز لنفسها سلطة اتخاذ القرار الاقتصادي. السلطة المفرطة للمالية ستكون مرادفة لانحرافات على شكل أزمات نظامية متكررة إذا لم تكن مستندة على فضاء إنتاجي حقيقي كونه الخالق الوحيد للثروة، والذي احتياجاته التمويلية تجد صعوبة في الوصول إلى الأسواق المالية في شكل مديونية. إن عدم كفاءة المالية الحديثة، غياب الأخلاق ورفع القيود بفتح النقاش حول طريق بديل؛ مثل التمويل الإسلامي الذي يبدو أكثر قدرة على العمل بالتنسيق مع الاحتياجات الحقيقية للمجتمع ككل.

الكلمات الدالة

اقتصاد حقيقي، نقود، رأس المال، البورصة، مشتقات مالية، مضاربة، أزمة مالية، مالية إسلامية.

Résumé

L'un des faits marquant du système capitaliste ces dernières décennies sous emprise ultralibérale, le phénomène de déconnexion économie réelle et économie financière telles des lignes parallèles sans possibilité de rencontre. Il témoigne de l'absence d'intégration entre deux sphères, l'une dite financière, l'autre représentative de variables réelles. Dès lors, les richesses produites sont de moins en moins le fruit du travail humain, elles sont en fait le résultat d'opérations purement financières sous la forme de spéculation effrénée se déroulant dans des marchés financiers par définition instables et où le jeu du risque y est inhérent, et détenant à eux seuls pouvoir de décision économique. Le pouvoir démesuré de la finance va être synonyme de dérives sous forme de crises systémiques récurrentes à défaut d'être adossée à un espace productif réel seul créateur de richesses, dont les besoins de financement trouvent difficilement accès auprès des marchés financiers sous forme d'endettement. Inefficiences de la finance moderne, absence d'éthique et dérégulation ouvrent le débat sur une autre voie possible; telle que la finance Islamique qui semble être plus en mesure de fonctionner de concert avec les besoins réels de la société dans son ensemble.

Mots clés

Economie réelle, monnaie, capital, la Bourse, produits dérivés, spéculation, crise financière, finance Islamique.

Abstract

Among the important events of the capitalist system in recent decades under the extreme liberal grip, is the disconnection phenomenon real economy and financial economy, they will be like parallel lines with no possibility to meet. Which shows the lack of integration between the two spheres, one calls finance, and the other represents real variables. Since then, the wealth produced little by little does not represent the outcome of human labor, They are actually the result of purely financial transactions in the form of unbridled speculation taking place in the financial markets inherently unstable and where the game of risk is inherent, and holds itself to economic decision-making authority. Excessive financial power will be synonymous with the deviations in the form of recurring systemic crises if it was not based on real productive space as it is the sole creator of wealth, who's financing needs find it difficult to access the capital markets in the form of debt. Efficiency of modern finance, the absence of ethics and deregulation are opening debate on an alternative way; such as Islamic finance, which seems more able to work in coordination with the real needs of society as a whole.

Keywords

Real economy, money, capital, stock exchange, financial derivatives, speculation, financial crisis, Islamic finance.

الإهداء

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة...إلى نبي الرحمة ونور العالمين
...سيدنا محمد عليه صلوات الله وأفضل التسليم

إلى الوالدين الكريمين

إلى كل الأهل والأقارب

إلى كل الأصدقاء والزلاء

والى كل من دعمني معنويا ولو بكلمة لإتمام هذا العمل.

الشكر والتقدير

بعد بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على رسوله الكريم
الحمد لله الذي هدانا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله، فالحمد والشكر
أولا وأخيرا لله عز وجل الذي منحني القوة والتوفيق لإنجاز هذا العمل
وإتمامه على خير ما يرام.

وعملاً بحديث رسول الله عليه الصلاة والسلام

"من لم يشكر الناس لم يشكر الله عز وجل"

أتوجه بالشكر والعرفان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد
لإنجاز هذا العمل و لتذليل ما واجهته من صعوبات، وأخص بالذكر
الأستاذ المشرف "علي بن ثابت" على توجيهاته ونصائحه القيمة التي
كانت عوناً لي.

كما أتوجه بالشكر إلى كل أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذه
الطروحة.

ولا يفوتني أن أشكر كل من دعمني وشجعني من أساتذة وزملاء
وأصدقاء.

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
01	العلاقة بين التضخم والبطالة في منحنى Phillips	20
02	عملية الإنتاج حسب Hayek	25
03	من النقود إلى التشغيل حسب Keynes	31
04	الاندماج النقدي - الحقيقي لدى Keynes	33
05	المنحنى IS-LM	34
06	الأهداف الوسيطية وعدم ثبات المنحنى IS	35
07	الأهداف الوسيطية وعدم ثبات المنحنى LM	36
08	آلية أثر الرصيد الحقيقي	40
09	تمثيل الاقتصاد الجزئي لأثر الرصيد الحقيقي	41
10	الأسعار الحقيقية والقيم الأساسية المبنية على أرباح مستقبلية معروفة للفترة 1871-2002	66
11	الارتباط بين القطاعين المالي والحقيقي للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1945-2010	81
12	تطور حجم القطاع المالي بالنسبة للقطاع الحقيقي العالمي (1990 - 2010)	89
13	مقارنة معدل التراكم بمعدل الربح في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي واليابان خلال الفترة 1961-2007	93
14	الفقاعة المالية في ظل آليات التمويل التقليدي	98
15	هرم السيولة المقلوب قبل اندلاع أزمة قروض الرهن العقاري (سنة 2006)	121
16	تطور المنتجات المالية الأولية والمشتقة خلال الفترة 1998-2011	122
17	الاندماج بين القطاعين المالي والحقيقي خلال أزمة 2008	143
18	تحول الأزمة المصرفية والمالية إلى أزمة ركود	145
19	10 دول الأكثر استئانة في العالم (الديون السيادية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي نهاية 2011)	146
20	المشاركة التمويلية	152
21	صيغة المضاربة	154

22	بيع المرابحة للأمر بالشراء	156
23	بيع السلم	157
24	بيع الاستصناع	158
25	الإجارة	158
26	صيغ التمويل الإسلامي الربحي والاقتصاد الحقيقي	160
27	انفجار المديونية العالمية	185
28	الدورة الاقتصادية ومراحلها	188
29	دور القطاع الخيري في مرحلة الرواج والانتعاش	190
30	دور القطاع الخيري في مرحلة الكساد والانكماش	192
31	حدّة التقلبات الاقتصادية بين آليات التمويل الإسلامي والتقليدي	196
32	دور الأدوات الزكوية في معالجة الأوضاع الاقتصادية المتأزمة	200
33	الكفاءة المتعلقة بتكامل أشكال التمويل التضامني الزكوي والتكافلي	
201	الوقفي والربحي الخاص	
34	تطور المشاريع الاستثمارية المصرح بها في الجزائر خلال الفترة	
215	2002-2013	
35	تطور معدلات التضخم وسعر الفائدة في الجزائر خلال الفترة	
241	1990-2012	
243	منحنى الاستقرار النقدي للجزائر خلال الفترة 1990-2011	
248	تطور موجودات القطاع المصرفي الجزائري	
264	تطور رأس المال في بورصة الجزائر خلال الفترة 1998-2014	
268	مبلغ السندات في بورصة الجزائر نهاية 2014	

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
60	تعريف المضاربة الكينيزية بجملة من التناقضات	01
	حجم الأصول المالية بالنسبة لحجم الإنتاج العالمي الحقيقي سنتي	02
89	 1990 و 2010	
129	معدلات نمو أسعار العقار لأربعة دول خلال الفترة 1997-2007	03
132	 معايير إصدار القروض منخفضة الملاءة	04
	توزيع الاستثمارات المصرح بها في الجزائر خلال الفترة 2002-	05
216	 2013 حسب الإطار القانوني	
246	 المصارف العاملة في الجزائر ونوعها	06
248	 تطور الميزانية المجمعة للمصارف الجزائرية	07
249	 تطور المؤشرات المالية الأساسية للقطاع المصرفي الجزائري (%).	08
250	 نوع الودائع في المصارف الجزائرية	09
252	 القروض البنكية في الجزائر حسب القطاع	10
263	 الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر	11
	تطور حجم وقيمة الصفقات على أسهم بورصة الجزائر خلال الفترة	12
264	 2010 - 2014	
	تطور نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي في	13
265	 بورصة الجزائر خلال الفترة 2000 - 2013	
267	 سندات الدين المدرجة في بورصة الجزائر	14
268	 حجم وقيمة الصفقات على سندات بورصة الجزائر سنة 2014	15

قائمة الملحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
01	توزيع الثروة بين القطاعين المالي والحقوقي سنة 2007	308
02	تطور توزيع المديونية العالمية بين 2001 و 2013	308
03	المديونية العالمية بالنسبة للناتج الحقيقي بين سنتي 2002 و 2010	309
04	الفقاعة المالية الناتجة عن المعاملات فيما بين البنوك سنة 2005 ..	309
05	مقارنة المعاملات اليومية على العملات الصعبة بالصادرات سنة 2007	310
06	التثائي (مردودية/خطر) في كل من الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي	310
07	مراحل تطور الفقاعة المضاربة	311
08	القيمة المضاربة للأسهم المسعرة عالميا والإنتاج العالمي خلال الفترة 1980 - 2006	311
09	مردودية المؤسسات المالية والمؤسسات غير المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1980 - 2006	312
10	تطور كل من الأجور والأرباح على الأسهم خلال الفترة 1950 - 2009	312
11	تطور العقود على المنتجات المشتقة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000 - 2013 (بالمليار دولار)	313
12	تطور المنتجات المشتقة في الأسواق غير المنظمة خلال الفترة 2006 - 2010	313
13	تطور عدد المنتجات المشتقة المسعرة في العالم خلال الفترة 2008 - 2011	314
14	التوزيع العالمي للالتزامات على المشتقات المالية الخاصة بالبنوك ذات الخطر النظامي في 2012/12/31	314
15	مقارنة المشتقات المالية على معدلات الفائدة بالإنتاج العالمي PIB سنة 2010	315

16	مبالغ المشتقات المالية الخاصة بالبنوك العالمية ذات الخطر
315	النظامي في تاريخ 2012/12/31
17	مقارنة بين حجم المنتجات المشتقة لأربعة بنوك أمريكية بالنتائج الخام
316	العالمي والنتائج الداخلي الخام لبعض الدول
316	الفقاعة العقارية الأمريكية خلال الفترة 1997 - 2008
19	الدين العمومي كنسبة مئوية من الناتج الداخلي الخام PIB للدول
317	الأكثر استدامة في العالم سنتي 2007 و 2012
317	أزمة المديونية في أوروبا سنة 2010
318	مؤشر (المديونية / PIB) لليونان سنة 2011
318	آجال تسديد الدين العمومي اليوناني
319	تطور المديونية العالمية خلال 10 سنوات (2001 - 2010)
319	تصنيف دول العالم حسب درجة الاستدامة
25	تطور المديونية العمومية لبعض الدول الأكثر استدامة خلال الفترة
320	1995 - 2010
320	تطور الأصول المالية الإسلامية عالمياً
27	تطور مبالغ الأصول المالية الإسلامية ما بين 2006 و 2010
321	(بالمليار دولار)
28	تطور الإصدار العام للصكوك بالمليار دولار خلال الفترة 2002 -
321	2013

قائمة المختصرات والرموز

المختصر	معنى المختصر
FMI	صندوق النقد الدولي
BM	البنك الدولي
OMC	المنظمة العالمية للتجارة
م ص م	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
PIB	الناتج الداخلي الخام
SGBV	شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
COSOB	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
IOB	الوسطاء في عمليات البورصة
SICAV	شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير
FCP	صناديق التوظيف الجماعي
OAT	سندات الخزينة العمومية
SPV	الوسيلة ذات الغرض الخاص
FCC	صندوق موحد للقروض
ABS	ورقة مالية مستندة إلى أصول
MBS	الأوراق المالية المستندة إلى رهون عقارية
RMBS	سندات المنازل
CDO	سندات الدين المضمون
CDS	مبادلات التعثر الائتماني
OTC	الأسواق غير المنظمة
FRR	صندوق ضبط الموارد
دج	دينار جزائري

جدول الموارد

المكونات	رقم الصفحة
التصريح	أ
ملخص باللغة العربية	ب
ملخص باللغة الفرنسية	ت
ملخص باللغة الانجليزية	ث
الإهداء	ج
الشكر والتقدير	ح
قائمة الأشكال	خ
قائمة الجداول	ذ
قائمة الملاحق	ر
قائمة المختصرات والرموز	س
جدول الموارد	ش
المقدمة العامة	01 إلى 10
الفصل الأول: الإطار النظري لاندماج الدوائر النقدية والمالية والحقيقية من الاقتصاد	
مقدمة الفصل الأول	11
المبحث الأول: الاندماج بين الدائرتين النقدية والحقيقية	13
المطلب الأول: حيادية النقود والانفصال بين الدائرتين النقدية والحقيقية	13
المطلب الثاني: الاندماج النقدي الحقيقي عبر معدلات الفائدة	22
المطلب الثالث: الاندماج النقدي الحقيقي عبر أثر الرصيد الحقيقي	37
المبحث الثاني: الاندماج بين الدائرتين المالية والحقيقية	46
المطلب الأول: ارتباط مالية السوق بالاقتصاد الحقيقي عبر نظرية الفعالية	
المعلوماتية	47
المطلب الثاني: انفصال مالية السوق عن الاقتصاد الحقيقي عبر المضاربة	55
المطلب الثالث: الفجوة بين المالية المباشرة والاقتصاد الحقيقي (الفقاعة المضاربة)	71
خلاصة الفصل الأول	76

الفصل الثاني: انفصال المالية التقليدية عن الاقتصاد الحقيقي والأزمة المالية للتصحيح

78	مقدمة الفصل الثاني
80	المبحث الأول: انفصال التمويل التقليدي عن القطاع الحقيقي.....
80	المطلب الأول: ماهية التمويل التقليدي وعوامل انفصاله عن الاقتصاد الحقيقي....
90	المطلب الثاني: نتائج انفصال التمويل التقليدي عن القطاع الحقيقي.....
	المبحث الثاني: الابتكارات المالية التي عمقت الفجوة بين المالية التقليدية والاقتصاد الحقيقي
100	المطلب الأول: التوريق
111	المطلب الثاني: المشتقات المالية
	المبحث الثالث: أزمة الرهن العقاري 2008 لتصحيح الانحراف بين المالية والاقتصاد الحقيقي
127	المطلب الأول: أسباب الأزمة
135	المطلب الثاني: مراحل الأزمة
143	المطلب الثالث: قنوات انتقال الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي وتطوراتها.....
148	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: التمويل الإسلامي والاقتصاد الحقيقي
149	مقدمة الفصل الثالث
150	المبحث الأول: ارتباط التمويل الإسلامي الربحي بالاقتصاد الحقيقي.....
150	المطلب الأول: ماهية التمويل الإسلامي الربحي وقواعده.....
152	المطلب الثاني: توجيه التمويل الإسلامي الربحي نحو الاقتصاد الحقيقي.....
163	المبحث الثاني: ضبط نمو المديونية من خلال أصول المعاملات المالية المحرمة
163	المطلب الأول: تحريم الربا
174	المطلب الثاني: تحريم الغرر
182	المطلب الثالث: العلاقة بين الربا والغرر
	المبحث الثالث: دور التمويل الإسلامي غير الربحي في دعم واستقرار الاقتصاد الحقيقي
187	المطلب الأول: الأهمية الاقتصادية للتمويل غير الربحي
193	المطلب الثاني: مكانة وأهمية التمويل غير الربحي في الاقتصاد الإسلامي
205	خلاصة الفصل الثالث

الفصل الرابع: الاندماج بين الدوائر المالية والنقدية والحقيقية في الاقتصاد الجزائري

206	 مقدمة الفصل الرابع
208	 المبحث الأول: القطاع الحقيقي الجزائري
208	 المطلب الأول: هيكلية الاقتصاد الجزائري
218	 المطلب الثاني: مقومات الاستثمار الحقيقي في الجزائر
226	 المطلب الثالث: معوقات الاستثمار الحقيقي في الجزائر
	المبحث الثاني: الاندماج بين الدائرتين النقدية والحقيقية ومدى فعالية النظام
234	 المصرفي في الجزائر
234	 المطلب الأول: السياسة النقدية في الجزائر
244	 المطلب الثاني: النظام المصرفي الجزائري
	المبحث الثالث: الاندماج بين الدائرتين المالية والحقيقية ومدى فعالية بورصة
259	 الجزائر
259	 المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر وواقعها الحالي
270	 المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر
276	 خلاصة الفصل الرابع
278	 الخاتمة العامة
290	 قائمة المراجع
308	 الملاحق

المقدمة العامة

هناك تفرقة أساسية بين ما يطلق عليه الاقتصاد "العيني" أو "الحقيقي"، و"الاقتصاد المالي". فالإقتصاد الحقيقي هو ما يتعلق بالأصول العينية أو الحقيقية، وهو يتناول كل الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات البشرية بأسلوب مباشر (كالأصول والسلع الاستهلاكية) أو بأسلوب غير مباشر (كالأصول والسلع الإنتاجية). أي أن الاقتصاد العيني أو الأصول العينية هو الثروة الحقيقية التي يتوقف عليها بقاء البشرية وتقدمها.

وإذا كان الاقتصاد الحقيقي هو الأساس في حياة البشر وسبيل تقدمهم، فقد اكتشفت البشرية منذ وقت مبكر أن هذا الاقتصاد الحقيقي وحده لا يكفي بل لابد من أن يزود بأدوات مالية تسهل عمليات التبادل من ناحية، وتساعد على العمل المشترك من أجل المستقبل من ناحية أخرى. ومن هنا ظهرت الحاجة إلى أدوات أو وسائل تسهل التعامل في الثروة العينية أو الحقيقية. فالأصل أن أدوات الاقتصاد المالي (التي من أهمها النقود والأسهم والسندات) أوجدتها الضرورة في مراحل تاريخية مختلفة كي تسهل عمليات التبادل على الأصول العينية وتسهل التعاون المشترك بين البشر⁽¹⁾.

ورغم أن أصل علاقة الأصول المالية بالأصول العينية هي علاقة التابع بالمتبوع، إلا أن عددا من المتناقضات الكامنة في الاقتصاد العالمي أوجدت انفصاما بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي. وكانت محصلة هذه المتناقضات الكامنة تحول الأصل أو المتبوع (الاقتصاد الحقيقي) إلى استثناء أو تابع، والاستثناء (الاقتصاد المالي) إلى أصل، وهو ما أحدث انعكاسات سلبية على الاقتصاد الحقيقي.

فالمنطق المالي في الدول الرأسمالية المتطورة أثر على الاستثمار ومنه على الإنتاجية، ففي السابق كانت مردودية الأموال الخاصة تتحقق عن طريق اقتصاد يعتمد على رأس المال المنتج في المدى الطويل، والآن أصبحت الاستثمارات المالية ذات الهدف المضاربي تفوق شيئا فشيئا الاستثمارات المباشرة ذات الهدف الصناعي والتجاري، ومنه فإن الخطر الأساسي الذي يهدد النشاط الإنتاجي هو التفضيل المبالغ فيه للمردودية المالية الفورية ولكن وهمية على المدى الطويل، وما يخلقه ذلك من فجوة بين الدائرتين المالية والحقيقية من الاقتصاد مما جعل البعض يعتقد أن القطاع المالي قد حصل على استقلاله، والفرق بينهما يحسب بالاختلاف بين بعض الأرقام الخاصة بالارتباط بين المعاملات المالية اليومية من جهة، ومستوى الناتج الداخلي الخام للدول وكذلك التجارة الدولية من جهة أخرى.

(1) أحمد شعبان محمد، (2009): الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية في تجنب الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر للاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية المنعقد يومي 19 و 20 ديسمبر 2009، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، لبنان.

فقد تم إحصاء قيمة مجموع الأصول المالية "التقليدية أو الكلاسيكية" على المعمورة (أسواق البورصة، السندات الحكومية والخاصة، القروض البنكية... الخ) في 2010 بـ 212000 مليار دولار، في حين كانت تمثل سنة 1990 ما يعادل 5400 مليار دولار، أي أنها قد تضاعفت أربعة مرات في 20 سنة. وخلال نفس الفترة، فإن قيمة كل السلع والخدمات المنتجة على المعمورة (الناتج الداخلي الخام PIB) لم تتضاعف إلا بـ 2.8 مرة، في حين أنه إذا أضفنا إلى هذه الأصول المالية التقليدية ما يسمى بـ "المنتجات المشتقة أو المشتقات" (هذه المجموعة من الأدوات المالية التي تضاعفت بسرعة خيالية منذ سنوات 1980) سوف نصل إلى مبالغ ضخمة، ففي سنة 1990، قدرت قيمة المنتجات المشتقة بـ 3450 مليار دولار، في حين بلغت سنة 2010 ما يعادل 434000 مليار دولار، أي تضاعفت بـ 125 مرة خلال 20 سنة. والنتيجة هي أنه في أقل من 20 سنة احتلت المالية مكانة غير قابلة للقياس بالمقارنة مع ما يسمى الاقتصاد الحقيقي. فقد كانت المالية سنة 1990 لا تمثل إلا 2.6 مرة الاقتصاد الحقيقي، بينما أصبحت تمثل سنة 2010 أكثر من 10 مرات حجم الاقتصاد الحقيقي⁽¹⁾. وهكذا فإن تمويل الاقتصاد العالمي أخذ في تقزيم الكرة الأرضية.

ومن هنا بدأت بوادر أو بذور الأزمات المالية وهي بدء انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني. فالتوسع المالي بإصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد الحقيقي، حيث أصبح للأسواق المالية حياتها الخاصة بعيداً عما يحدث في الاقتصاد الحقيقي. ومن هنا تظهر حقيقة الأزمة المعاصرة باعتبارها أزمة "مالية" بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية علي نحو مستقل إلي حد كبير عما يحدث في الاقتصاد الحقيقي.

ومنه فإن الأسواق المالية في الدول الصناعية المتطورة تعرف العديد من الانحرافات الوظيفية التي جعلتها عاجزة عن القيام بوظيفتها الأساسية، وهي توجيه رؤوس أموال المدخرين نحو تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق الأدوات المالية في شروط ملائمة بالنسبة للطرفين، مما يؤثر سلباً على استثمار المؤسسات ومنه تباطؤ النشاط الاقتصادي في المجال الحقيقي. كما أن تنامي الفجوة بين القطاعين المالي والحقيقي يلقي بآثاره السلبية على الاقتصاد الحقيقي وعلى المجتمع ككل، وهذا الوضع المختل لا يمكن الاستمرار فيه، لذلك كانت الأسواق المالية العالمية، خاصة في ظل حرية حركة رؤوس الأموال، مسرحاً لأزمات مالية دورية فلا تكاد الدول الصناعية المتطورة تخرج من أزمة حتى تدخل في أزمة أخرى، وتعد أزمة قروض الرهن العقاري

⁽¹⁾ 10 fois l'économie réelle – l'influence de la sphère financière mondiale, disponible sur le lien : <http://ianikmarcil.com/2011/08/15/10-fois-leconomie-reelle-lenflure-de-la-sphere-financiere-mondiale/>, consulté le : 20/11/2013.

سنة 2008 أسوأ أزمة مرت على العالم منذ الكساد العالمي الكبير في 1929. ورغم تكرار الأزمات فقد تعذر على الدول الكبرى التي تتبنى هذا النظام المالي، تقاديتها أو التحكم في مدى انتشار عدواها على المستوى العالمي. ومنه أصبحت المجتمعات الغربية المنتجة لهذا النظام هي أول من ينادي بضرورة تصحيح انحرافات نمط التمويل التقليدي.

أما بالنسبة للاقتصاد الجزائري فإن إشكالية عدم وجود اندماج نوعي سليم بين الدا وائر المالية، النقدية والحقيقية في الجزائر لا تزال قائمة رغم الخوض في العديد من الإصلاحات التي عرفها كل قطاع، فغياب سوق مالي ونقدي رسمي فعال مندمج بشكل إيجابي مع القطاع الحقيقي خلق فجوة يعمل السوق المالي الموازي على تغطيتها.

✓ إشكالية الدراسة:

على ضوء ما سبق تقديمه تبدأ الدراسة بلبراز معالم الإشكالية بطرح التساؤل الجوهرى التالي:
ما هي حدود الاندماج بين القطاع المالي، الممثل بكل من الدائرة النقدية والدائرة المالية، والقطاع الحقيقي القائم على الإنتاج وتوليد الثروة الحقيقية؟

وتثير هذه الإشكالية العديد من التساؤلات الفرعية التي نوجزها في ما يلي:

- هل الدائرة النقدية أو التمويل النقدي المبني على الفائدة محايد، أي يمول الاقتصاد الحقيقي دون أن يؤثر فيه. أم أنه يمكنه التأثير على الدائرة الحقيقية؟ وما هي حدود الاندماج بينهما؟
- هل الدائرة المالية أو التمويل المباشر، الذي تسيطر عليه المضاربة أو المقامرة، محايد أي يعمل على تمويل الاقتصاد الحقيقي دون أن يؤثر فيه. أم أنه يمكنه التأثير على القطاع الحقيقي؟ وما هي حدود الاندماج بينهما؟
- ما هي أسباب انفصال الدائر تين المالية والنقدية عن الاقتصاد الحقيقي في الدول الرأسمالية المتطورة؟ وما هي نتائج ذلك؟
- هل يعتبر تكرار ودورية الأزمات المالية مؤشر على اختلال التوازن بين الدائرتين المالية - النقدية والحقيقية من الاقتصاد، وهل تعتبر الأزمة المالية في هذه الحالة أداة تعديل تسمح بالرجوع إلى حالة التوازن العام في الاقتصاد؟
- لماذا لم يتم لغاية اليوم، رغم التطور في الإبداعات المالية، التوصل إلى حلول جذرية للأزمات المالية؟
- ما هي الانحرافات الوظيفية التي يعرفها نمط التمويل التقليدي والتي أدت إلى ضعف كفاءته الاقتصادية؟ وكيف يمكن تصحيحها وبشكل جذري من أجل تحقيق الفعالية والاستقرار الماليين؟
- إذا كان هذا الانفصال ناتج عن اختلالات جوهرية في نمط التمويل التقليدي، هل هناك من بديل يضمن التوازن بين القطاعين المالي - النقدي والحقيقي ومنه تحقيق الفعالية والاستقرار الماليين؟ وإذا كان من غير الممكن الخروج من هذه الدائرة المفرغة بتطبيق حلول رأسمالية

فلماذا لا نبحث عن بديل يضمن ارتباط متوازن بين القطاعين المالي والحقيقي ومنه يحقق

الفعالية والاستقرار الماليين المفقودين في ظل نمط التمويل التقليدي؟

- ما هي حدود الاندماج بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية في الاقتصاد الوطني؟
- كيف يمكن تكثيف المتغيرات المالية والنقدية مع البنية الاقتصادية المحلية وجعل الدائرة المالية والنقدية في الجزائر تتفاعل بشكل إيجابي مع الدائرة الحقيقية، من خلال تزويد المؤسسات الاقتصادية برؤوس الأموال الضرورية لتحقيق اندماج نوعي سليم من شأنه أن يحل إشكالية الاقتصاد الموازي ويدفع عجلة النمو والتنمية الاقتصادية إلى الأمام؟

✓ فرضيات الدراسة:

في إطار معالجة الإشكالية المطروحة، تم صياغة الفرضيات التالية:

- الدائرة النقدية أو التمويل النقدي القائم على الفائدة ليس محايد وإنما بإمكانه التأثير في الدائرة الحقيقية من الاقتصاد عبر قنوات مختلفة ، وهو ما أدى إلى وضع السياسات النقدية والتي تهدف إلى تنشيط وتفعيل الدائرة الحقيقية من الاقتصاد.
- يمكن للدائرة النقدية الانفصال عن الاقتصاد الحقيقي عبر سعر الفائدة.
- الدائرة المالية أو التمويل المباشر الذي تعتبر البورصة دليل نجاعته، ليس محايد وإنما يمكنه التأثير على الدائرة الحقيقية من الاقتصاد عبر نشاط البورصة.
- يمكن للدائرة المالية الانفصال عن الاقتصاد الحقيقي إذا سيطرت المضاربة على نشاط البورصة.
- إن انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي هو وضع مختل لا يمكن الاستمرار فيه، ويمكن أن ينتهي بحدوث أزمات مالية تأتي لتصحيح هذا الاختلال.
- كلما انفصل الارتباط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، ساءت حالة الاقتصاد الحقيقي وحدثت الأزمات المالية، والعكس بالعكس.
- إذا لم يتم معالجة أسباب هذا الانفصال بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية من جذورها فسوف لن يتم الخروج من هذه الدائرة المفرغة.
- إذا كان من أهم أسباب انفصال القطاع المالي - النقدي عن القطاع الحقيقي، هما سعر الفائدة أو الربا، والمضاربة أو المقامرة. في حين أن الربا و المقامرة معاملات مالية محرمة في الشريعة الإسلامية منذ 14 قرن ، ومنه يفترض أن يكون نمط التمويل الإسلامي هو البديل لضمان الارتباط المتوازن بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية من الاقتصاد، ومنه الوصول إلى الفعالية والاستقرار الماليين.

■ من الصعب الحديث عن الاندماج النقدي - الحقيقي، أو الاندماج المالي - الحقيقي في الجزائر في ظل غياب قطاع اقتصادي حقيقي منتج وفعال كون الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي بالدرجة الأولى.

✓ أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها كونها تعالج أحد أهم المواضيع التي تطرح نفسها بشدة على الساحة الاقتصادية العالمية ألا وهي الفجوة المتزايدة الاتساع بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، نظرا ل:

■ من المفترض أن يكون الاقتصاد الحقيقي هو الأصل والاقتصاد المالي والنقدي تابع له، لكن هذه الوضعية انقلبت وهو ما تدل عليه الأرقام الخيالية حول المعاملات المالية مقارنة مع المعاملات الحقيقية على مستوى الدول الرأسمالية المتطورة خاصة ، وعلى مستوى المعمورة بشكل عام، والتي تدق ناقوس الخطر . ومنه لابد من البحث في هذا الموضوع لمعرفة أسبابه والسعي لإيجاد حلول جذرية له، وذلك من أجل إعادة التوازن والاستقرار المفقودين بسبب فك الارتباط بين القطاعين المالي والحقيقي.

■ تكرار ودورية الأزمات المالية الناتجة عن انفصال القطاع المالي عن القطاع الحقيقي المنتج في الدول الرأسمالية المتطورة ، والتي تُصدر عدوى هذه الأزمات إلى دول العالم ككل خاصة في ظل العولمة المالية، وهو ما يعني صعوبة الخروج من هذه الدائرة المفرغة بتطبيق حلول رأسمالية، ومنه فقد آن الأوان للبحث عن بديل يضمن ارتباط متوازن بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي.

■ إن تخطيط الدول الرأسمالية الداعمة لهذا النمط من التمويل في أزمات مالية متكررة جعلها أول من يبحث عن البديل . ومنه اتجهت الأكاديميات الغربية للبحث عن حلول في نمط التمويل الإسلامي وتساعد هذا الاتجاه بعد أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2008، حيث توسع وانتشر نمط التمويل الإسلامي من خلال فتح العديد من البنوك الإسلامية في الدول الإسلامية وبشكل أقل في الدول الغربية. ومنه لابد من تسليط الضوء أكثر على هذا النمط من التمويل لمعرفة مدى فعاليته في وضع حد لهذه الظاهرة التي كلفت الدول الرأسمالية الكثير وحتى دول العالم الأخرى ولكن بشكل أقل.

✓ أهداف الدراسة:

تم اختيار موضوع هذا البحث من أجل تحقيق الأهداف التالية:

■ تسليط الضوء على النظريات المالية والاقتصادية التي تطرقت لاندماج الدوائر المالية والنقدية مع الدائرة الحقيقية من الاقتصاد، ومعرفة كيف يمكن للأصول المالية والنقدية التأثير في حركة النشاط الاقتصادي الحقيقي.

- معرفة الأسباب والعوامل المؤدية إلى انفصال التمويل التقليدي عن الاقتصاد الحقيقي.
- دراسة نتائج وانعكاسات هذه الظاهرة المختلفة على الاقتصاد الحقيقي، باعتباره المنتج للثروة التي يعتمد عليها بقاء البشرية.
- البحث عن حلول جذرية تسمح بتحقيق ارتباط متوازن ومستقر بين الدوائر، المالية، النقدية والحقيقية من الاقتصاد. بدلا من إجراءات الترفيع التي تقوم بها الدول الرأسمالية المتطورة من أجل تقاضي الأزمات المالية الناتجة على هذه الوضعية المختلفة، أو التي تأتي للتخفيف من حدة الأزمات المالية بعد وقوعها.
- إلقاء الضوء على الاختلالات الكامنة في نمط التمويل التقليدي التي تعتبر مصدر لعدم فعاليته وعدم استقراره الدائمين.
- إثبات أن فك الارتباط بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي تعود إلى تشوهات في أسس المالية التقليدية، وتحقيق الفعالية والاستقرار الماليين يجب أن يمر عبر تصحيح هذه التشوهات.
- إبراز فعالية التمويل الإسلامي في تحقيق الارتباط المتوازن بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، ومنه تحقيق الفعالية المالية والاستقرار الاقتصادي.
- شرح مبادئ وأسس التمويل الإسلامي وتقديمه كبديل للتمويل التقليدي.
- دراسة الاندماج بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية في الاقتصاد الجزائري.

✓ دوافع اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب كانت وراء اختيار هذا الموضوع دوناً عن غيره من المواضيع الأخرى ، ومن بينها:

- الاطلاع والتعمق في مجال المالية الدولية كونه مجال تخصص الباحثة.
- الأهمية التي يكتسبها عالم المال والبورصات في الاقتصاديات الرأسمالية المتطورة وهو ما يثير الفضول للبحث أكثر في هذا المجال لفك شفرات هذا النظام ومعرفة حقيقته ، ومنه أخذ كل ما هو ايجابي وتقادي كل ما هو سلبي.
- ازدياد الحديث عن الأزمات المالية خاصة بعد أزمة قروض الرهن العقاري من قبل رجال الاقتصاد والسياسة، نظرا للآثار المدمرة التي خلفتها هذه الأزمات على الصعيدين الاقتصادي والاجتماعي وحتى السياسي، فأصبح لدى الجميع فضول لمعرفة حقيقة هذه الأزمات وأسبابها، ولماذا لم يتم حتى يومنا هذا إيجاد حلول جذرية لها.
- أخذ الدروس وفهم العبر من الكوارث والأزمات المالية المتكررة التي تتخطى فيها الدول الرأسمالية المتطورة المتبنية للتمويل التقليدي القائم على الفائدة.
- ما تواجهه المالية التقليدية من انتقادات من داخل الدول الرأسمالية نفسها التي عانت من ويلات الأزمات المالية ، والتي أصبحت سمة الرأسمالية المعاصرة ، ومنه تصاعد الحديث عن المالية

الإسلامية كأحد الحلول لمواجهة مثل هذه الأزمات . فمن الأولى بنا نحن كمسلمين البحث أكثر في هذا الميدان لنثبت أن النظام المالي الإسلامي هو النظام الوحيد الذي يحقق الارتباط الفعال بين القطاعين المالي - النقدي والحقيقي انطلاقاً من التجربة الواقعية التي يعيشها النظام المالي التقليدي الذي يتخبط في أزمات ، سواء في القطاع البنكي المبني على الفائدة أو في التمويل المباشر الذي أصبحت المضاربة العقيمة جزء لا يتجزأ منه.

✓ منهجية الدراسة:

استلزمت طبيعة البحث استخدام المنهج الوصفي التحليلي لوصف طبيعة المالية التقليدية وآليات عملها، من خلال التطرق إلى التمويل النقدي أو التمويل الغير مباشر من جهة، والتمويل المباشر أو مالية السوق من جهة أخرى. و وصف وتحليل الاختلالات الهيكلية في كل منهما والتي تؤدي إلى انحراف التمويل التقليدي عن وظيفته الأساسية ألا وهي توجيه الموارد نحو الاقتصاد الحقيقي. وكذلك من أجل التطرق إلى الأزمة المالية لقروض الرهن العقاري سنة 2008 بالوصف والتحليل كونها تعبر عن عملية تصحيح للوضع المختل والمتمثل في استقلالية المالية عن الاقتصاد الحقيقي. ثم وصف وتحليل منهج الاقتصاد الإسلامي في الحفاظ على الارتباط الطبيعي بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودوره في تقادي الأزمات المالية من خلال سد الفجوة بين القطاعين المالي والحقيقي.

وقد تم استخدام العديد من الأدوات منها:

- مجموعة من الكتب التي تعرضت لجانب أو أكثر من موضوع الدراسة.
- الاستعانة بالدراسات السابقة التي ناقشت المواضيع المرتبطة بهذا الموضوع.

✓ الدراسات السابقة:

- ومن بين الدراسات المهمة التي تم الاعتماد عليها لانجاز هذا البحث هي:
- دراسة André Orléan بعنوان "هل البورصة في خدمة الإنتاج؟"⁽¹⁾: حيث تحدث الكاتب عن اندماج القطاعين المالي والحقيقي، وعن استقلالية المالية المباشرة بفعل المضاربة. حيث انتقد في هذه الدراسة نظرية الفعالية المالية أو النجاعة المالية التي ترى بأن البورصة أو الأسواق المالية تخدم القطاع الحقيقي من الاقتصاد، من خلال هذا المفهوم فإن التقييم المالي يبدو كأنه انعكاس تام للاقتصاد الإنتاجي. ومنه إذا كانت المالية فعالة أو ناجعة فذلك لأنها بدون استقلالية، وعليه يمكن أن تكون كلياً في خدمة الإنتاج من خلال وظيفتها للتمويل والتقييم في نفس الوقت.

⁽¹⁾ Orléan André, (2004) : La Bourse est-elle au service de la production ?, **Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003/2004 - La finance pour quoi faire ?**, Association d'Economie Financière : Paris, France, pp 51-58.

ولكن يرى الكاتب أنه انطلاقاً من السيولة التي تعتبر دليل نجاعة البورصة، فإنها تؤدي إلى رؤية السوق المالي كتعبير عن مشروع جماعي يهدف إلى تفادي السلبيات التي يفرضها ثبات رأس المال على تقييم وتوسع رأس المال. وإذا أخذنا بعين الاعتبار هذا التحليل، فإن الفجوة أو الانفصال بين التمويل المباشر والإنتاج الحقيقي، التي تؤدي إلى تشكل الفقاعات المضاربة لا تبدو كأنها حادث عرضي.

■ دراسة Dominique Augey و Gérard Bramoullé بعنوان "الاقتصاد النقدي" ⁽¹⁾: حيث

تحدث فيه الكاتبين عن الاندماج بين الدائرتين النقدية والحقيقية من الاقتصاد، وذلك عبر معرفة تأثير النقود على النشاط الاقتصادي الحقيقي. كما تطرقا إلى حيادية النقود، عندما لا يكون لكمية النقود المتوفرة في الاقتصاد تأثير على مستوى الإنتاج، في إطار هذا التحليل تكون المتغيرات الحقيقية غير متأثرة بالمستوى العام للأسعار. بينما في أوضاع أخرى فإن الدراسة توضح نوعين رئيسيين لاندماج الظواهر الحقيقية والنقدية، الاندماج عبر معدل الفائدة، والاندماج عبر أثر الأرصد أو الموجودات الحقيقية.

■ دراسة سامي بن إبراهيم السويلم بعنوان "مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي" ⁽²⁾: أين بين

الكاتب أسباب انفصال المالية التقليدية عن الاقتصاد الحقيقي والتي تعود إلى تشوهات هيكلية في نمط التمويل الرأسمالي بفرعيه، التمويل النقدي المبني على الفائدة (الربا)، والتمويل المباشر الذي تسيطر عليه المضاربة أو المجازفة العقيمة باستخدام المشتقات المالية، وهي عقود غرر. وكل من الربا والغرر يؤديان إلى نتيجة واحدة وهي نمو المديونية وتراكمها على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج وهو ما يعرف بالهرم المقلوب. في حين أن الشريعة الإسلامية قد اعتبرت الربا والغرر أصول المعاملات المالية المحرمة، وهو ما يؤدي إلى ضبط نمو المديونية وعدم توسعها على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج للدخل والثروة.

✓ هيكل الدراسة:

من أجل الإجابة على التساؤلات المطروحة أعلاه والإحاطة بكل جوانب الموضوع، تطلبت الدراسة تناول الموضوع في مقدمة عامة وأربعة فصول، لتنتهي الدراسة بخاتمة عامة. محافظين قدر الإمكان على التسلسل المنطقي والتدرج في طرح الأفكار.

■ خصص الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان "الإطار النظري لاندماج الدوائر النقدية والمالية والحقيقية من الاقتصاد"، لعرض النظريات الاقتصادية عامة والنقدية والمالية خاصة التي تطرقت إلى الاندماج بين الدائرة النقدية أو التمويل النقدي والدائرة الحقيقية عبر تحديد مدى

(1) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, (1998) : Economie monétaire, Edition Dalloz-Sirey : Paris, France.

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، (2011): مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، بدون رقم الطبعة، البنك الإسلامي للتنمية: جدة، السعودية

تأثير عرض النقود على المتغيرات الحقيقية من جهة . والنظريات التي بينت حدود الاندماج بين الدائرة المالية أو التمويل المباشر والاقتصاد الحقيقي عبر تحديد مدى انعكاس الواقع الاقتصادي الحقيقي في أسعار الأصول المالية التي يتم تداولها في البورصة.

■ أما الفصل الثاني الحامل لعنوان "انفصال المالية التقليدية عن الاقتصاد الحقيقي والأزمة المالية للتصحيح"، فقد خصص لتسليط الضوء على تشوهات نمط التمويل التقليدي التي تؤدي إلى انفصال كل من التمويل البنكي والتمويل المباشر عن الاقتصاد الحقيقي ونتائج ذلك، ثم تم التعرض لأهم الابتكارات المالية المساهمة في تعميق الفجوة بين التمويل التقليدي والاقتصاد الحقيقي في ظل العولمة المالية . كما تم التطرق إلى الطريقة التي تصحح بها الأسواق هذه الاختلالات الوظيفية التي تهدد الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي بحدوث أزمات مالية تصحيحية، كان أهمها أزمة قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 والتي تم تناولها بالدراسة والتحليل.

■ أما الفصل الثالث الذي جاء تحت عنوان "التمويل الإسلامي والاقتصاد الحقيقي"، حيث يتم فيه اقتراح بديل للتمويل التقليدي الذي يحمل تشوهات هيكلية تنتهي بانفصال التمويل سواء المباشر أو غير المباشر عن الاقتصاد الحقيقي وما لذلك من آثار سلبية، عبر دراسة إمكانية إعادة الارتباط الطبيعي بين التمويل والاقتصاد الحقيقي في نمط التمويل الإسلامي الذي تتعارض أسسه مع نمط التمويل التقليدي، محاولين تسليط الضوء على هذا النمط من التمويل عبر معرفة مبادئه وأشكاله وكيف يحقق الفعالية والاستقرار الماليين الغائبين في التمويل التقليدي.

■ أما الفصل الرابع والأخير الحامل لعنوان "الاندماج بين الدوائر المالية والنقدية والحقيقية في الاقتصاد الجزائري"، والذي خصصناه لدراسة الاندماج والتفاعل بين القطاعات الحقيقية والمالية والنقدية في الاقتصاد الجزائري، مركزين على حالة كل قطاع، ثم مدى إمكانية تحقيق ارتباط واندماج إيجابي بين التمويل سواء البنكي أو المباشر من جهة والاستثمار الحقيقي المنتج من جهة أخرى في ظل الظروف الاقتصادية الخاصة التي يعرفها الاقتصاد الجزائري.

✓ صعوبات الدراسة:

صادفت الباحثة العديد من الصعوبات لانجاز هذا البحث لعل أهمها هو:

- ندرة المراجع المتعلقة بهذا الموضوع حيث أن الدراسات التي تطرقت له نادرة جدا سواء على مستوى التنظير أو على مستوى التطبيق، فغالبا ما يتم الإشارة له بشكل ضمني.
- بالنسبة للفصل التطبيقي الذي جاء كمحاولة لإسقاط ما تم التطرق له في الفصول الأولى على الاقتصاد الجزائري، كان الأمر صعب جدا لأنه من غير الممكن الحديث عن الاندماج بين القطاعين المالي - النقدي والحقيقي في غياب اقتصاد حقيقي يولد دخل وثروة حقيقية عبر

عمليات الإنتاج والتبادل ، لأن الاقتصاد الجزائري يعتمد كلياً على استخراج وتصدير المحروقات في غياب قطاع خاص منتج وفعال.

■ التضارب في بعض الأرقام خاصة المتعلقة منها بأزمة قروض الرهن العقاري سنة 2008.

الفصل الأول: الإطار النظري لاندماج الدوائر النقدية والمالية والحقيقية من الاقتصاد

مقدمة الفصل الأول

إذا كان الاقتصاد العيني هو الأساس في حياة البشر وسبيل تقدمهم، فقد اكتشفت البشرية منذ وقت مبكر أن هذا الاقتصاد العيني وحده لا يكفي بل لابد من أن يزود بأدوات مالية تسهل عمليات التبادل من ناحية، وتساعد على العمل المشترك من أجل المستقبل من ناحية أخرى. ومن هنا ظهرت الحاجة إلى أدوات أو وسائل تيسر التعامل في الثروة العينية أو الحقيقية. فالأصل أن أدوات الاقتصاد المالي (التي من أهمها النقود والأسهم والسندات) أوجدتها الضرورة في مراحل تاريخية مختلفة كي تسهل عمليات التبادل على الأصول العينية وتسهل التعاون المشترك بين البشر. ولكن هل هذه الأدوات المالية تغطي فقط العمليات الاقتصادية الحقيقية دون أن تندمج فيها، أي دون أن تؤثر على مسار الاقتصاد الحقيقي فنقول عنها أنها محايدة، وإذا كان الأمر عكس ذلك فما هي أشكال اندماج هذه الأدوات المالية في الاقتصاد الحقيقي، أي كيف تؤثر هذه الأدوات النقدية والمالية على النشاط الاقتصادي الحقيقي؟ وما هي نتائج هذا الاندماج؟

فالنقود، عن طريق تأثيرها على مختلف أنواع الأسعار (أسعار السلع والخدمات أو معدل الفائدة) أو عبر طرق أخرى مباشرة أو غير مباشرة، هل تؤثر على مستوى الإنتاج والمتغيرات الحقيقية للاقتصاد؟ الإجابة على هذا السؤال الجوهرية في الاقتصاد النقدي يمكننا من معرفة الأشكال المحتملة لتأثير النقود على المتغيرات الحقيقية التي تسمح باندماج الظواهر الحقيقية والنقدية في الاقتصاد. وعندما لا يكون لكمية النقود المتوفرة في الاقتصاد تأثير على مستوى الإنتاج، يقال عن النقود أنها حيادية، في إطار هذا التحليل تكون المتغيرات الحقيقية غير متأثرة بالمستوى العام للأسعار. بينما في أوضاع أخرى فإن التحليل النظري يوضح نوعين رئيسيين لاندماج الظواهر الحقيقية والنقدية: الاندماج عبر معدل الفائدة والاندماج عبر أثر الأرصدة أو الموجودات الحقيقية. هذا فيما يتعلق بالنقود، أما فيما يتعلق بالأصول المالية الأخرى كالأسهم والسندات فإن الفكرة التي تترأس التحليل التقليدي للأسواق المالية، هي أن بورصة القيم المنقولة، والتي تمثل دليل نجاعة السوق المالي، هي مؤسسة تساعد المؤسسات الاقتصادية على الإنتاج بطريقة فعالة من خلال تزويدها برؤوس الأموال التي تحتاج إليها. في هذه المقاربة النظرية فإن الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي يعتقد أنهما مكملين لبعضهما البعض، ويتم تقديم هذه الفكرة عبر نظرية النجاعة أو الفعالية التي ترى أن البورصة تقيم وبشكل صحيح الأصول المالية التي تسعر فيها، أي وفقا لقدرة المؤسسات على توليد أرباح حقيقية. ومنه وبفضل البورصة فإن القيمة الحقيقية للمؤسسات تصبح مكشوفة بالنسبة للمستثمرين، وهو ما يسمح بكراء أكثر فعالية لرؤوس الأموال. من خلال هذا المفهوم النظري، فإن التقييم المالي يبدو كأنه انعكاس تام للاقتصاد الإنتاجي. ومنه إذا كانت

المالية المباشرة فعالة فذلك لأنها بدون استقلالية، وعليه يمكن أن تكون كليا في خدمة الإنتاج من خلال وظيفتها للتمويل والتقييم في نفس الوقت. إن تاريخ الأسواق المالية الحافل بالأزمات والانهيارات المالية الناتجة عن الفقاعات المضاربة، و التي لا تتلائم مع نظرية الانعكاس أو نظرية الفعالية المالية، يجعلنا نعيد النظر في مفهوم المالية المباشرة أو مالية السوق، ومن أجل ذلك نقترح أن تكون نقطة الانطلاق من السيولة، والتي تمثل الوظيفة الأساسية للأسواق المالية. والبدء من السيولة يؤدي إلى تكوين مفهوم لمالية السوق بعيد جدا عن فكرة وجود تداخل أو ارتباط بين التمويل المباشر والإنتاج الحقيقي، حيث سنركز اهتمامنا على سوق الأسهم.

وعليه سيتم تقسيم الفصل الأول إلى جزئين:

- المبحث الأول: الاندماج بين الدائرتين النقدية والحقيقية.
- المبحث الثاني: الاندماج بين الدائرتين المالية والحقيقية.

المبحث الأول: الاندماج بين الدائرتين النقدية والحقيقية

المطلب الأول: حيادية النقود والانفصال بين الدائرتين النقدية والحقيقية

إن عبارة "حيادية النقود" تأخذ بالحسبان الدور الذي تلعبه النقود في النظرية الكمية، حيث أن تغير في كمية النقود يؤدي بالمقابل إلى تعديل المستوى المطلق للأسعار ولكن لا تؤثر على كل من الأسعار النسبية، الدخل الحقيقي، الإنتاج والثروة الحقيقية. هذه العبارة هي أكثر حداثة من الفكرة التي تعبر عنها، فقد استعملت من قبل Friedrich Von Hayek في سنة 1931، والتي ينسبها بدوره إلى Knut Wicksell (1898)⁽¹⁾.

إذا كان استخدام هذا المصطلح هو حديث نسبياً، فإن الفكرة التي يعبر عنها قديمة حيث عرفت عدة أشكال من التقديم وذلك حسب تطور مراكز التحليل الاقتصادي. فالكلاسيك أثناء شرحهم للنمو افترضوا حيادية النقود في المدى الطويل، مثلما ورد في قانون Say، أما النيوكلاسيك ومع Walras اعتمدوا لإثبات ذلك على خصائص التوازن العام، بينما النقديون يربطونها بطبيعة التوقعات⁽²⁾.

1. حيادية النقود في قانون Say⁽³⁾

لقد اعتبر الكلاسيك أن النقود لا تطلب لذاتها، وما هي إلا وسيلة لتسهيل عملية تبادل السلع الحقيقية، ومعنى هذا القول أن النقود محايدة في تأثيرها على النشاط الاقتصادي أو بمعنى آخر ليس للنقود دور ديناميكي في النشاط الاقتصادي. ويعتبر قانون ساي للأسواق الأساس النظري للفكر الكلاسيكي. وينص هذا القانون بأن كل عرض للسلع يخلق طلب يقابله، أو بعبارة أخرى: "حجم الإنتاج يحدد حجم الإنفاق"، فالتوازن حتمي بين الطلب الكلي على السلع المنتجة والعرض الكلي لهذه السلع في الاقتصاد النقدي⁽⁴⁾.

في النصف الأول من القرن 19 اهتم الكلاسيك باكتشاف جوهر الظواهر الاقتصادية، التي تحاول النقود تغطيتها، مما دفعهم إلى عدم رؤية النقود إلا كوسيط للتبادل، حيث تسمح الكمية المتوفرة منها بتحديد مستوى الأسعار. وراء مظاهر الاقتصاد النقدي، فإن الاقتصاد الكلاسيكي يريد أن يكشف ميكانيزمات الاقتصاد الحقيقي، ومنه يمكن أن نتحدث عن حيادية النقود بمعنى أن هذه

(1) Gilles Jacoud, (1994) : La monnaie dans l'économie, 3^e édition, Nathan : Paris, France, p 170

(2) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, (1998) : Economie monétaire, Edition Dalloz-Sirey : Paris, France, p 346

(3) Jean-Baptiste Say (1767-1832): قرأ ل Adam Smith ونشر فكره، أسس المدرسة الكلاسيكية الفرنسية في الاقتصاد. هو مؤلف غزير الإنتاج، صاغ "قانون المنافذ"، وحسب هذا القانون وفي وضعية المنافسة التامة العرض يخلق الطلب الخاص به.

(4) الحجار بسام، (2006): الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة 01، دار المنهل اللبناني: بيروت، لبنان، ص 237

الأخيرة لا يمكن أن تقوم بدور مؤثر في النشاط الاقتصادي، فالمخزون النقدي يحدد مستوى الأسعار دون التأثير على الاقتصاد الحقيقي.

من المبادئ الأساسية للنظرية الكلاسيكية هي قانون المنافذ المؤسس من قبل Jean Baptise Say في كتابه : "دراسة الاقتصاد السياسي" في 1803، حيث كتب: "الستار النقدي لا يقوم إلا بتغطية واقع المبادلات، فالسلع يتم تبادلها بسلع أخرى لأنها تستخدم بشكل تبادلي كمنافذ". بهذا التصريح يتضح أن النقود ليست إلا ستار وذلك لأن: "شراء منتج لا يتم إلا بقيمة منتج آخر". ومنه فان Say يبعد النقود من التبادل الذي يظهر في الأخير كتبادل منتجات، "النقود لا تمثل إلا ممر رسمي في هذا التبادل المزدوج والمبادلات التامة تظهر دائما أننا تحصلنا على منتجات مقابل منتجات أخرى". ومنه لا يمكن أن تحدث أزمة فائض إنتاج لأن العرض يخلق الطلب المساوي له، والفرد الذي ينتج سلعة ما فانه يفتح منفذ لسلع أخرى⁽¹⁾.

هذا القانون الذي نجده كذلك على الشكل "العرض يخلق الطلب المقابل له" الذي تنبأه الكلاسيكيون الإنجليز باستثناء Malthus⁽²⁾ في نقاش حول أصل الأزمات الاقتصادية. Say يتعارض مع الذين يشكون بأن "النقود نادرة"، حيث يمكن للمقاولين أن ينتجوا دون خوف من حدوث "وفرة إنتاج"، لأن العرض المتزايد للسلع يخلق دخل على شكل أجور، فوائد وأرباح ... التي تخلق طلب مساوي له. فالأزمات بالنسبة له لم تكن ناتجة عن عدم كفاية كمية النقود، ولكن عن الاقتطاعات الضريبية المبالغ فيها من قبل الدول⁽³⁾.

هذا القانون للمنافذ استعمل مرة أخرى من قبل David Ricardo⁽⁴⁾ في "مبادئ الاقتصاد السياسي والضرائب" الذي ظهر في 1817. يرى Ricardo أننا: "لا نشترى منتجات إلا بمنتجات أو خدمات غيرها والعداد هو النقود، الوسيلة التي بفضلها يتحقق التبادل". John Stuart Mill⁽¹⁾ في "مبادئ الاقتصاد السياسي" الذي ظهر سنة 1848 يحتفظ بنفس المقاربة حيث يرى أن: "وسائل الدفع للحصول على السلع هي السلع نفسها، الوسائل التي يستعملها كل منا لتسديد منتج الغير هي منتجات نملكها، فالبايعين هم مشتريين".

(1) Gilles Jacoud, op.cit, p 169

(2) Thomas Robert Malthus (1766-1834): اقتصادي بريطاني، كان كاهن الكنيسة الانجليزية (1788)، شعر بالقلق إزاء وجود عدد كبير من الفقراء في المجتمع الانجليزي في نهاية القرن 18، ويرى أن السبب يكمن في كون عدد السكان ينمو بوتيرة أسرع من الإنتاج، ونشر ذلك باسم مجهول سنة 1788 في مقال بعنوان "مقال حول مبدأ السكان" والذي كان سبب شهرته. ثم نشر مراجع درس من خلالها دور النقود، نظرية الادخار والاستثمار.

(3) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 346

(4) David Ricardo (1772-1823): اقتصادي بريطاني، وعمل عون صرف ونائب في البرلمان. وهو يعتبر واحدا من الاقتصاديين الليبراليين الأكثر تأثيرا في المدرسة الكلاسيكية إلى جانب d'Adam Smith و Thomas Malthus.

لكن يمكن أن نرى حدود لقانون المنافذ، عندما نحتفظ بجزء من الدخل المتحصل عليه من بيع منتج ما حيث لا يتم استهلاكه وإنما يدخر. هذه المشكلة قد تم حلها عبر تفكير الكلاسيك على المدى الطويل، فالادخار الخاص بالفترة t سوف ينتهي باستهلاكه في الفترة $t+1$. هذه المقاربة تدفعنا إلى عدم الأخذ بعين الاعتبار أن النقود يمكن أن تخزن القيمة، يجب الأخذ بالحسبان أنها فقط وسيط للتبادل لفهم الطبيعة الحقيقية للتبادل⁽²⁾.

2. حيادية النقود في التوازن العام لـ Walras⁽³⁾

مع Walras والنظرية النيوكلاسيكية للتوازن العام، والنتيجة عن هيكل توازنات الأسواق في عالم تسوده المعلومة الكاملة، بدون وهم نقدي، بمعنى أن سلوك الأعوان يتعلق بالقيمة الحقيقية للمتغيرات الاقتصادية وليس بالقيمة الاسمية.

1.2. غياب الوهم النقدي وفرضية التجانس

في النظام اللوراسي فان غياب الوهم النقدي يترجم بدوال عرض وطلب على السلع متعلقة بالأسعار النسبية. إذا كانت هناك $(n-1)$ سلعة، فان السلعة رقم n هي النقود، هذه الدوال تكتب على الشكل:

$$D_i = D \left(\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, \dots, \frac{P_{n-1}}{P} \right)$$

$$O_i = O \left(\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, \dots, \frac{P_{n-1}}{P} \right), i = 1, 2, \dots, n-1$$

حيث تمثل كل من: $p_1, p_2, \dots, p_{n-1}$ الأسعار المطلقة (النقدية) لـ $(n-1)$ سلعة، p هو المستوى العام المتوسط لهذه الأسعار، و $\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, \dots, \frac{P_{n-1}}{P}$ هي الأسعار النسبية. في التوازن الذي يسمى أحيانا بـ "مساواة ساي" والذي بالرجوع إلى قانون Say، فائض الطلب في كل من $(n-1)$ سوق يكون معدوم:

$$D_i - O_i = f \left(\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, \dots, \frac{P_{n-1}}{P} \right) = 0, \forall_i$$

⁽¹⁾ John Stuart Mill (1806-1873): من أتباع Hume، وهو المفكر باللغة الانجليزية الأكثر تأثيرا في القرن 19. يؤيد الأخلاق ومنه أعطيت له تسمية "النفعية" أو مذهب المنفعة " حيث يجمع بين السعادة العامة وسعادة الفرد. في الاقتصاد ينتمي إلى المدرسة الكلاسيكية.

⁽²⁾ Gilles Jacoud, op.cit, p169

⁽³⁾ Léon Marie Esprit Walras (1834-1910): اقتصادي فرنسي، حصل في عام 1870 على كرسي الاقتصاد السياسي في جامعة لوزان، كما خلق الاقتصاد الرياضي وساهم في إدخال الحساب على الهامش. تعود إليه الأعمال التالية: "عناصر الاقتصاد المحض" (1874-1877)، "دراسات الاقتصاد الاجتماعي" (1826)، "دراسات في الاقتصاد السياسي التطبيقي" (1898).

هنا يظهر أن f متجانسة من الدرجة 0، مع العلم أن التجانس من الدرجة m لدالة يعني أنه إذا ضربنا كل المتغيرات في المعامل λ فإن الدالة نفسها سوف تضرب في λ^m حيث :

$$f\left(\frac{P_1}{P}, \frac{P_2}{P}, \dots, \frac{P_{n-1}}{P}\right) = \lambda^0 f = 0$$

بطريقة معينة إذا كان المستوى العام للأسعار مضروب في 5 ($\lambda = 5$) فإن التوازن الحقيقي لا يتغير. هذه الفرضية "للتجانس" ليست إلا تعبير رياضي لغياب الوهم النقدي في الإطار الولراسي، والتي تجعل من التوازن الحقيقي مستقل عن المستوى العام للأسعار⁽¹⁾.

2.2. قانون Walras والانفصال النقدي الحقيقي⁽²⁾

لتحديد سعر كل سلعة p_i في التوازن العام، يجب على Walras تحديد المستوى العام للأسعار، بمعنى السعر النسبي للنقود بالنسبة للسلع أو مقارنة بالسلع. هذا الأخير يتحدد عبر توازن سوق النقود، ولكن لأن Walras فرض المساواة بين قيمة كل ما هو معروض (سلع + نقود) مع قيمة كل ما هو مطلوب (سلع + نقود)، المستوى العام للأسعار غير معروف مسبقا. في الواقع، هذه المساواة أو "قانون Walras" تنتج عن فكرة أن عرض السلع يرتبط بطلب على النقود، وطلب السلع مرتبط بعرض النقود، ويمكن كتابة ذلك على الصيغة التالية:

$$\sum_{i=1}^{n-1} P_i O_i + M_o = \sum_{i=1}^{n-1} P_i D_i + M_d$$

وبالنتيجة عندما يكون $E_i = 0, \forall i$ يكون سوق النقود بالضرورة متوازن : $M_o = M_d$ مهما كان مستواه حتى ذلك الخاص بالمستوى العام للأسعار. Walras استعمل النظرية الكمية نموذج معادلة كامبريدج⁽³⁾، حيث يحدد p عن طريق كمية النقود المتوفرة. ومنه فإن تحليله هو تحليل فاصل بين

(1) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 347

(2) الانفصال النقدي- الحقيقي (la dichotomie réelle-monnaire): هي طريقة تحليل مستعملة من قبل الاقتصاديين الكلاسيك والكلاسيكيين الجدد، تعتمد هذه الطريقة على التفريق بين الدائرة الحقيقية والدائرة النقدية. بالنسبة لهؤلاء الكتاب فإن الاقتصاد الحقيقي يمكن تحليله بشكل مستقل عن النقود، أي أن ميكانيزمات الاقتصاد الحقيقي وتحديد التوازنات لا تتغير عند أخذ النقود بالحسبان. هذه المقاربة متنازع عليها من قبل الاقتصاديين النمساويين ومرفوضة في التحليل الكينزي... (Gilles Jacoud, op.cit , p176)

(3) إن التقديرات المعتادة للمعادلة الكمية لكامبريدج تأخذ غالبا شكل يمزج بين إضافات كل من Marshall و Pigou، والمعادلة التي تم التوصل إليها تنسب إلى كليهما. وفيما يتعلق بالطلب على النقود، بالنسبة لـ Pigou فإن الأفراد يريدون الاحتفاظ برصيد نقدي هو دالة للدخل، فدخل الفرد يخصص لعدة أشياء، حيث يذهب أولا جزء منه للاستهلاك الفوري، ويمكن أن يوظف جزء منه، ويمكن أخيرا أن يحتفظ به على شكل نقدي. وهذا الاستعمال الأخير يأخذ بالحسبان وجود طلب على النقود يأخذ بعين الاعتبار وظيفتي الدفع ومخزون للقيمة التي تتمتع بها هذه النقود: فامتلاك موجودات نقدية يسمح بتحقيق مشتريات فورية، كما أن الحائز على النقود يملك أصل يمكن أن يستخدمه لنفقات مستقبلية. مبلغ الأرصدة يتم اختياره من قبل الأعوان بالقيمة الحقيقية، فالأفراد لا يريدون الاحتفاظ بمبلغ محدد بالقيمة الاسمية وإنما بعض القدرة الشرائية. موجودات الأعوان المعبر عنها بالقيمة الحقيقية ترتبط بجزء من الدخل الحقيقي، يحدد بتطبيق المعامل k على

القطاعين النقدي والحقيقي، حيث يحدد القطاع الحقيقي الأسعار النسبية للتوازن بينما لا يحدد القطاع النقدي إلا المستوى العام للأسعار أو الأسعار المطلقة. ومنه فإن النقود تغطي فقط القطاع الحقيقي دون أن تندمج فيه، فهي حيادية لأن المستوى العام للأسعار ليس لديه أي تأثير على المتغيرات الحقيقية⁽¹⁾.

3.2. تناقضات الاقتصاد النقدي الولراسي

إن الجمع بين مساواة Say، قانون Walras والنظرية الكمية الخاصة بالتحليل الولراسي، تطرح تناقضات تم استخراجها من قبل O.Lange⁽²⁾ (1942) والتي تم تحديدها بدقة من قبل Patinkin⁽³⁾ (1956) و Lipsey⁽⁴⁾ (1958). الإشكال يقع في وجود طلبين متعارضين للنقود: ذلك الخاص بقانون Walras، يساوي عرض السلع، وطلب مستخرج من معادلة كامبريدج والخاص بالمعامل k المارشالي المرتبط بالدخل العام. هناك نتيجة متناقضة من هذه الازدواجية تتمثل في ما يلي: إذا وانطلاقاً من وضعية مبدئية للتوازن العام، نضرب في 5 القيمة النقدية لكل الأسعار، فإن الأسعار النسبية لا تتأثر وأسواق السلع والخدمات تبقى متوازنة، ولكن حسب قانون Walras يجب على سوق النقود أن يكون متوازن أيضاً، وهو ما يعيق تفسير ارتفاع الأسعار بوجود ارتفاع في عرض النقود.

بالمعادلات الرياضية فإن تناقض الاقتصاد النقدي الولراسي يمكن تقديمه كما يلي. حسب قانون Walras فإن عدم التوازن (أو الطلب الإضافي) على مستوى سوق النقود، $M_o - M_d = E_M$ هو ناتج عن عدم توازن عكسي للعرض والطلب على السلع:

الدخل الحقيقي، وهذا التحليل يؤدي إلى كتابة المعادلة الكمية لـ كامبريدج على الشكل التالي: $\frac{M}{p} = ky$ ، حيث M تمثل الكتلة النقدية، P هو المستوى العام للأسعار، و y هو الدخل الحقيقي. أما الموجودات أو الأرصدة الاسمية فهو مرتبط بدخلهم الاسمي py، الذي يطبق عليه المعامل k حيث: $M = kpy$ ، هذه المعادلة أحيانا تنسب إلى Marshall، فيقال حسب التعبير الاقتصادي في بعض المراجع "k المارشالي" (Gilles Jacoud, op.cit, p178).

⁽¹⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 348

⁽²⁾ Oskar Lange (1904 - 1965): اقتصادي ودبلوماسي بولوني، كان ممثلاً لبلده في واشنطن (1945 - 1946) ومجلس الأمن للأمم المتحدة (1946 - 1948)، ساهم في التخطيط للاقتصاد البولوني. وعرف بمساهمته في النقاش الفكري حول إمكانية الحساب الاقتصادي في اقتصاد اشتراكي التي بدأها قبله Ludwig von Mises في مقاله (1920) "الحساب الاقتصادي في نظام جماعي". ومع Fred M. Taylor، حاول Lange تجاوز الاستحالة العملية للاقتصاد الاشتراكي التي تقدم بها Mises باقتراح "اشتراكية السوق" حيث تكون الأسعار غير حرة وإنما محددة من قبل الدولة عن طريق "التجربة والخطأ" بالأخذ بميكانيزمات السوق. عمله كان محاولة الربط بين النظرية الاقتصادية الماركسية وتلك الخاصة بالمدرسة التقليدية الجديدة.

⁽³⁾ Don Patinkin (1922 - 1995): اقتصادي إسرائيلي، بين أنه توجد على مستوى الأسواق توازنات تحدث في نفس الوقت لأربعة أنواع من السلع الاقتصادية التي يمكن تداولها: خدمات العمل، المنتجات (سلع وخدمات)، النقود والأوراق المالية.

⁽⁴⁾ Richard George Lipsey: من مواليد 1928، اقتصادي وأكاديمي كندي، ركز في عمله على الاقتصاد الاجتماعي وبشكل خاص على تحليل الاقتصاد الإيجابي.

$$E_M = \sum_{i=1}^{n-1} P_i D_i - \sum_{i=1}^{n-1} P_i O_i$$

دوال العرض والطلب على السلع تابعة للأسعار النسبية:

$$E_M = \sum P_i D\left(\frac{P_i}{P}\right) - \sum P_i O\left(\frac{P_i}{P}\right)$$

$$E_M = \sum P_i \left[D\left(\frac{P_i}{P}\right) - O\left(\frac{P_i}{P}\right) \right]$$

إذا ضربنا كل الأسعار بالمعامل λ ، تصبح :

$$\sum \lambda P_i \left[D\left(\frac{\lambda P_i}{\lambda P}\right) - O\left(\frac{\lambda P_i}{\lambda P}\right) \right] = \lambda \sum P_i \left[D\left(\frac{P_i}{P}\right) - O\left(\frac{P_i}{P}\right) \right] = \lambda E_M$$

نظرا لأن الدوال $D(\cdot)$ و $O(\cdot)$ متجانستين من الدرجة صفر، يبدو أن قانون Walras يقودنا إلى دالة طلب إضافي على النقود E_M ، متجانسة من الدرجة الأولى بالنسبة للأسعار p_i ، لأنه عندما ضربنا هذه الأسعار بالمعامل λ ، E_M كذلك ضربت في λ . ولكن حسب معادلة كامبريدج، دالة الطلب الإضافي على النقود E_M ليست متجانسة، لأنها تمثل الفرق بين عرض النقود M_0 الذي يفترض أن يكون متجانس من الدرجة صفر بالنسبة للأسعار، والطلب على النقود $M_d=kpy$ ، متجانسة من الدرجة الأولى بالنسبة للأسعار. في حين أن دالة الطلب الإضافي على النقود لا يمكن أن تكون في نفس الوقت متجانسة من الدرجة الأولى (حسب قانون Walras) وغير متجانسة (حسب معادلة كامبريدج)⁽¹⁾.

هذه التناقضات أمكن تجاوزها بفضل تطور مفهوم ودوال الطلب على النقود، دون أن يتم التطرق بالضرورة إلى حيادية النقود، هذه الأخيرة توجد في تحليل Friedman والمدرسة الكلاسيكية الجديدة، التي تهتم بتوقعات الأعوان.

3. حيادية النقود والتوقعات

لقد بين الزمن تناقضات تحليل Walras والمقاربات المدمجة، فكرة حيادية النقود ظهرت مجددا مع التيار النقدي. هذه العودة لم تكن لتظهر إلا على قاعدة منطق جديد. إذا كان لحيادية النقود دائما نفس المعنى، فإن شروط تحققها قد تغيرت، فالنقود لم تعد حيادية بالطبيعة، ولكن يتم تحييدها عبر أخذ المستقبل بعين الاعتبار. في الواقع فإن توقعات الأعوان هي التي تجعل من الآن فصاعدا

⁽¹⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, pp 348-349

النقود حيادية ومجال تحققها محدود بالمدى الطويل، مثلما هو الحال في تحليلات Friedman⁽¹⁾، إذا كانت التوقعات مكيفة⁽²⁾. ولكن يمكن أيضا أن تشمل المدى القصير إذا كانت التوقعات عقلانية وذلك حسب المدرسة الكلاسيكية الجديدة⁽³⁾.

1.3. التوقعات المكيفة وحيادية النقود في المدى الطويل

بالنسبة لـ Friedman والنقديون فإن العلاقة بين البطالة والتضخم⁽⁴⁾ ليس لديها معنى إلا في المدى القصير. فانطلاقا من الوضعية A التي يكون فيها معدل البطالة الفعلي (المحقق) مرتبط بمعدل البطالة الطبيعي⁽⁵⁾، والسلطات تسعى إلى تخفيض معدل البطالة إلى أقل من المعدل الطبيعي، يمكن أن تحقق أثر إيجابي مؤقت مقابل القبول بزيادة في التضخم (الوضعية B). فعندما يكون العمال على علم بأن التضخم يخفض من قدرتهم الشرائية، فإنهم سوف يخفضون من عرضهم للعمل، ومنه فإن هناك زيادة في البطالة الإرادية (الوضعية C). وكل محاولة جديدة لتخفيض البطالة سوف تؤول إلى الفشل لأن البطالة سوف تعود إلى مستواها الطبيعي، ولا تؤدي إلا إلى تحسن مؤقت (الوضعية D)، ومعدل البطالة يعود من دون شك إلى مستواه السابق (الوضعية E)، وفي المدى الطويل يصبح منحني Phillips⁽⁶⁾ عمودي.

(1) Milton Friedman (1912-2006): اقتصادي أمريكي، زعيم المدرسة النقدية المسماة "مدرسة شيكاغو" والتي تعارض كليا أفكار Keynes، وهو مؤلف العديد من الكتب من بينها "نظرية وظيفة الاستهلاك" (1957)، "التاريخ النقدي للولايات المتحدة الأمريكية" (1963)، "التضخم والأنظمة النقدية" (1976). مؤيد لسياسة المراقبة الصارمة لنمو الكتلة النقدية أو السيطرة على المعروض من النقود، وهو من استوحى السياسة النقدية المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات 1980، والتي تبنتها العديد من الدول، وقد تم معارضة نظرياته كونها أهملت النتائج الاجتماعية.

(2) التوقعات المكيفة (anticipations adaptatives) مفهوم قدم من قبل Phillip Cagan في الكتاب الجماعي الذي أداره Milton Friedman سنة 1956 حول النظرية الكمية للنقود. حيث أن توقعات الأفراد هي دالة للفرق بين التوقعات السابقة والقيم المحققة فعليا من هذه التوقعات السابقة... (Gilles Jacoud, op.cit, p194)

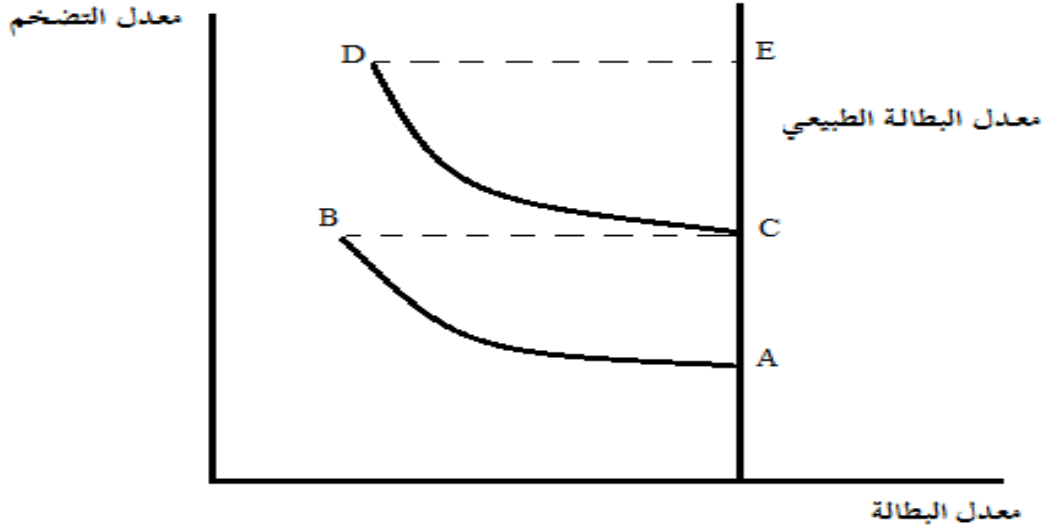
(3) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, idem, p 349

(4) في سنة 1958 نشر الاقتصادي البريطاني Alban William Phillips دراسة إحصائية حول تطور البطالة والأجور الاسمية في بريطانيا ما بين 1861 و 1957. هذه الدراسة أظهرت علاقة عكسية بين المتغيرين. عندما يكون معدل البطالة ضعيف، يكون العمال على وعي أنهم سوف يحصلون على زيادة في الأجور، بينما إذا كان معدل البطالة مرتفع فإن ذلك سوف يحد من مطالب العمال بزيادة الأجور. وإذا كان العمال يعكسون الزيادة في أجورهم على الأسعار، فانه في وضعية البطالة الضعيفة تتولد ضغوط تضخمية، بينما في فترات البطالة المرتفعة ضعف الزيادة في الأجور تحد من الاتجاه نحو التضخم. ومنه فإن العلاقة الموضحة من قبل Phillips تعكس مراجعة ما بين البطالة والتضخم... (Gilles Jacoud, op.cit, p 194)

(5) معدل البطالة الطبيعي، بالنسبة لـ Friedman هو معدل البطالة الذي يعرفه الاقتصاد عندما يكون نموه مرتبط بمعدل النمو الطبيعي، وهذا المعدل للبطالة مرتبط بالوضعية التي لا يعرف فيها الاقتصاد تضخم. والمحاولات لتقليص البطالة سوف تفشل وتؤدي إلى تضخم، ومنه لا يجب تسريع معدل التضخم من أجل تقليص البطالة... (Idem, p194)

(6) Alban William Phillips (19145-1975): اقتصادي مؤثر في نيوزيلندا منتصف القرن 20. قضى معظم حياته الأكاديمية في كلية لندن للاقتصاد LSE. مساهمته الأكثر شهرة هي "منحنى فيليبس" الذي وصفه لأول مرة سنة 1958.

الشكل رقم (01): العلاقة بين التضخم والبطالة في منحنى Phillips



المصدر: منحنى فيليبس، على الموقع: <http://www.marefa.org/index.php>، تاريخ الاطلاع: 2012/12/14

ومنه بالنسبة لـ Friedman النقود ليست حيادية في المدى القصير، وذلك طبقاً لنظريته الخاصة بالدخل النقدي. بالمقابل فقد اعتبرها حيادية في المدى الطويل، ليس فقط بالنظر إلى ملاحظات إحصائية تبين أن معدل نمو منتج ما ليست مرتبطة بمعدل نمو كمية النقود، ولكن أيضاً لأسباب تحليلية ظهرت في تفسيره للعلاقة تضخم - بطالة. إذا كان في المدى القصير معدل البطالة الفعلي (المحقق) يمكن أن يكون أقل من معدل البطالة الطبيعي نتيجة أخطاء في توقعات الأسعار من قبل الأعوان ($\pi^a < \pi$)، هذه الأخطاء سيتم تصحيحها خلال مدة زمنية معينة بفضل عملية تكوين توقعات ملائمة (مكيفة). في المدى المتوسط والطويل، سيكون $\pi^a = \pi$ ، ومنحنى Phillips يأخذ شكل عمودي ومعدل البطالة يلتحق بالمعدل الطبيعي، الذي لا يتعلق إلا بالعوامل الطبيعية والهيكلية. بالدلالة على عملية التعلم بالخطأ، فإن التوقعات المكيفة تسمح لأجل بإزالة الوهم النقدي الناتج عن التوقعات الأولية الخاطئة. إذا كان التضخم دائماً ظاهرة نقدية بالنسبة لـ Friedman، فالنقود ليست حيادية إلا عندما تكون توقعات الأسعار صحيحة، وهو ما يتحقق في المدى الطويل عبر فرضية التوقعات المكيفة⁽¹⁾.

2.3. التوقعات العقلانية وحيادية النقود في المدى القصير والطويل

⁽¹⁾ Gilles Jacoud, op.cit , p 194

مع Lucas⁽¹⁾ (1972) وتحليلات الاقتصاد الكلاسيكي الجديد تم تبني طريقة عقلانية لتكوين التوقعات في إطار ولراسي جديد (néo-walrasien) جعل من النقود حيادية حتى في المدى القصير، ومنه فإن التغيرات في كمية النقود تكون متوقعة. في هذه الحالة فإن عقلنة التوقعات (جعل التوقعات عقلانية) تعني أن الأعوان يعلمون أن تأثير هذه التغيرات على العوامل الحقيقية ليست إلا مؤقتة وأن الأسعار النسبية بشكل خاص سوف تعود إلى مستواها التوازني المبدئي، فلا يقومون إذا بتعديل سلوكياتهم، أي ليس لديهم وهم نقدي والتوازن الحقيقي يبقى ثابت لا يتغير. هذه الحيادية في المدى القصير تجعل من السياسات النقدية الموضوعة من أجل تحقيق أهداف حقيقية غير فعالة، وإذا كانت المعلومة ناقصة أو غير تامة يمكن أن تسبب أخطاء في تقدير تغيرات كمية النقود. هذه الأخطاء، حسب تعريف فرضية التوقعات العقلانية، عشوائية والأعوان قادرين على تصحيحها خلال مدة زمنية معينة باستثناء "الآثار المفاجئة" المتكررة، بمعنى السياسات النقدية العشوائية - ولكن هل يمكننا استخدام مصطلح سياسة ؟ - التي تمنع النقود من أن تصبح حيادية. هذه النتائج القوية تركز على فرضيات قوية أيضا، يجب أخذها كنتيجة لبحث حول شروط تحقق حيادية النقود أكثر من كونها برهان عن الواقع، على سبيل المثال إذا كان الحصول على المعلومة أمر مكلف، يمكن أن يكون العون عقلائي وذلك بتكوين توقعاته على قاعدة الملاحظات السابقة، ومنه سوف يتحصل على تحليل مبني على أساس التوقعات المكيفة أو الملائمة. أيضا إذا كانت الأسعار لديها سرعة تعديل محدودة، سوف تظهر أوضاع مؤقتة لعدم حيادية النقود، التي يجب على الأقل بالنسبة لها تفسير تأثير النقود على المتغيرات الحقيقية⁽²⁾.

(1) Robert Emerson Lucas Junior: اقتصادي أمريكي من مواليد سنة 1937، مؤسس الاقتصاد التقليدي الجديد، وينتمي لجامعة شيكاغو، معروف بأعماله حول "التوقعات العقلانية"، ولديه أيضا مساهمات عديدة في عدة مجالات في العلوم الاقتصادية مثل أعماله حول نظرية الاستثمار (1967)، نظرية النمو الداخلي (1988)، نظرية تقييم الأصول ونظرية النقود.

(2) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, pp 350-351

المطلب الثاني: الاندماج النقدي الحقيقي عبر معدلات الفائدة

ارتبط اسم K.Wicksell⁽¹⁾ (1898) باندماج النقود والاقتصاد الحقيقي عبر معدلات الفائدة، وذلك انطلاقاً من دراسته للتغيرات الطويلة المدى للأسعار ومن انتقاده للنظرية الكمية. أستاذ المدرسة السويدية بنا هذا الاندماج على وجود تباعد بين معدل الفائدة "الطبيعي" ومعدل الفائدة "النقدي"، الذي يعتبر أصل آثار الإحلال⁽²⁾ التراكمية. نتائج هذا التباعد في المعدلات على القطاع الحقيقي قد تم تحديدها من قبل Hayek⁽³⁾ (1931) فيما يتعلق بهيكل الإنتاج، ومن قبل Keynes⁽⁴⁾ (1936) فيما يتعلق بمستوى الدخل الإجمالي. ولكن رغم مقارباتهم المختلفة وأحياناً المتعارضة، فإن كل من Hayek و Keynes لديهم مرجع فكري واحد وذلك فيما يتعلق بتحليل Wicksell، الذي يمثل بالنسبة لكليهما نقطة الانطلاق لأعمالهم الخاصة. والاندماج بواسطة معدلات الفائدة لا يقتصر على آثار الإحلال فقط، بل يمكن أن تخلق آثار ثروة⁽⁵⁾ تنتج عن كون تغيرات معدلات الفائدة تؤثر على قيمة الثروات⁽⁶⁾.

1. التباعد بين معدل الفائدة الطبيعي والنقدي

إن دراسة النظرية الكمية من قبل Wicksell قد دفعت به إلى رفض التحليل الذي يفصل بين القطاعين النقدي والحقيقي، فالظواهر الاقتصادية لا يجب أن تعزل عن مكوناتها النقدية، ففي اقتصاد نقدي تغير المستوى العام للأسعار لا يجب أن يفسر وبكل بساطة بتغير مقابل في كمية النقود، ولكن يجب أن يحل كنتيجة لاختلال التوازن بين العرض والطلب. أهم إضافات السويدي K.Wicksell (1851-1926) في النظرية الاقتصادية والتي نشرت في كتابه "الفائدة والأسعار" حيث تحدث عن العلاقة بين معدل الفائدة النقدي والمستوى العام للأسعار. بالنسبة لـ Wicksell يمكن للعون الاقتصادي أن يقتصر النقود بمعدل فائدة معين وذلك للحصول

(1) Knut Wicksell (1851-1962): اقتصادي سويدي ومختص في نظريات التوازن النقدي.

(2) أثر الإحلال التي وضعها Alfred Marshall هي تغير الكمية المطلوبة من السلع X و Y نتيجة تغير في الأسعار النسبية P_X/P_Y دون تغير مستوى المنفعة التي يشعر بها العون. وينتج عن تحكيم أو مراجعة العون الاقتصادي بين سلعتين، مثل المراجعة بين العمل والتسلية إذا ارتفع سعر العمل (الأجر)، في هذه الحالة فإن تكلفة الفرصة ترتفع، أي تكلفة ساعة من التسلية أصبحت أعلى من قبل. ومنه خسارة العون الاقتصادي إذا اختار التسلية ستكون أكبر، وعليه سيكون لديه ميل نحو ترجيح العمل على حساب التسلية، أي سيعوض ساعات من التسلية بساعات من العمل.

(3) Friedrich August von Hayek (1889-1992): اقتصادي بريطاني من أصل نمساوي، ليبرالي و أحد أهم المدافعين عن النظرية النقدية في القرن 20، بعد مجموعة من المحاضرات بعنوان "السعر والإنتاج" (1931)، كما نشر أيضاً "الطريق إلى العبودية" (1944)، "القانون، التشريع والحرية" (1944)، "أخطاء الاشتراكية" (1988).

(4) John Maynard Keynes (1883-1946): اقتصادي بريطاني، مدافع عن تدخل الدولة في إطار اقتصاد رأسمالي وقد مارس مهام حكومية في هذا الصدد، وكمُنظر فقد ساهم أساساً في إعادة تعريف دور النقود.

(5) أثر الثروة (effet de richesse) يعود إلى الميل نحو الإنفاق أكثر إذا ارتفعت ثروة العون الاقتصادي.

(6) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 351

على سلع وخدمات لاستخدامها في نشاط إنتاجي، حيث يريد استخراج قيمة تمثل معدل فائدة حقيقي. إذن هناك معدلين يؤخذان بعين الاعتبار هما: المعدل المطبق على اقتراض النقود، والآخر متعلق مسبقاً بكمية من السلع في نشاط إنتاجي. وفي مجتمع القرض البسيط، أين يتحصل المقترضون على رؤوس الأموال مباشرة من المدخرين (تمويل مباشر)، فالمعدل النقدي يعكس المواجهة بين مبلغ الادخار (عرض رؤوس الأموال) وطلب المقترضين. بالمقابل وفي مجتمع القرض المنظم (تمويل غير مباشر عبر وساطة البنوك) هذا المعدل يتحدد من قبل البنوك. أما معدل الفائدة الحقيقي الذي يصنفه Wicksell بالمعدل الطبيعي هو أصعب تعريفاً، حيث يقدمه Wicksell كمعدل ينتج عن المقابلة بين عرض وطلب رأس المال الحقيقي في اقتصاد بدون نقود، وفيما بعد عوض مصطلح المعدل الطبيعي بالمعدل العادي في اقتصاد نقدي، وهو معدل الربح المحقق من رأس المال المستثمر، والذي يتعلق بإنتاجيته الحدية.

في حالة وجود تباعد بين المعدل النقدي والمعدل الطبيعي يدخل الاقتصاد في مرحلة ارتفاع أو انخفاض المستوى العام للأسعار. فإذا كان المعدل النقدي أقل من المعدل العادي فإن ذلك لا يشجع على الادخار ويتجه الأعوان نحو الاستهلاك (زيادة في الطلب على سلع الاستهلاك)، وبالمقابل فإن انخفاض المعدل النقدي يشجع المقاولين على الاقتراض ومنه يرتفع طلبهم على عوامل الإنتاج مما يرفع الأسعار مع انعكاسات ذلك على أسعار سلع الاستهلاك، وارتفاع الأسعار لا يكون متماثل بالنسبة لكل السلع، حيث يعتبر Wicksell أن هذا الارتفاع سيكون أقوى بالنسبة للسلع المرتبطة بالاستثمارات الطويلة المدى. إن تعديل هيكل الأسعار النسبية، التي يمثل تباعد معدلات الفائدة هو الظاهرة الأولى لها، تولد آثار إحلال تكون لها نتائج حقيقية. أكيد أن هذه النتائج الحقيقية ليست مهمة بالنسبة لـ Wicksell لأن هدفه الأساسي من الدراسة هو تطور الأسعار، ولكن ذكرها ضمناً في تحليله.

ارتفاع الأسعار، وارتفاع الإنتاج الناتج عن زيادة الاستثمار هي الظاهرة الأكثر تأثر بتباعد المعدلات، حيث أن الاقتصاد يخرج ادخار إجباري يسمح بتسهيل تحقيق الإرادة الإضافية للاستثمار، هذا الادخار الإجباري، هو ناتج عن القيود على الاستهلاك بالنسبة لأصحاب الدخل الثابتة والتي تنتج عن الارتفاع المبدئي في الأسعار. وارتفاع الأسعار لا يؤدي دائماً إلى توازن مستقر لأنه لا يؤثر على الفرق بين معدلي الفائدة، ومنه يترك استمرار العامل المسبب للارتفاع، وعندما يبقى المعدل النقدي أقل من المعدل العادي فإن ذلك سوف يستمر في تغذية ارتفاع الأسعار.

فالجديد في مقارنة Wickssell هو تعارضه مع التحليل التقليدي الفاصل بين القطاعين النقدي والحقيقي، فالأسعار بالنسبة له تتحدد عن طريق المقابلة بين العرض والطلب على السلع المقيمة بالنقود، وهذا العرض والطلب في حد ذاته يتأثر بسعر النقود والمتمثل في معدل الفائدة⁽¹⁾.

2. تعديل هيكل الإنتاج

في كتابه "السعر والإنتاج" الذي نشر سنة 1931، كرس Friedrich Von Hayek من جهة العديد من الكتب للمسائل النقدية، حيث ساهم في نقد المقاربة التقليدية للنقود. ونبه بأنه قد أخذ كنقطة انطلاق تحليل اقتصادي آخر وهو النمساوي Ludwig Von Mises⁽²⁾. Mises الذي أصدر الكتاب الأول حول النظرية النقدية منذ 1912، حيث أكمل تحليل Wickssell عبر دراسة آثار تباعد معدلات الفائدة، وذلك بالتفريق بين السلع الإنتاجية⁽³⁾ والسلع الاستهلاكية، وبين أن هذين النوعين من السلع يتأثران بشكل مختلف بمعدل فائدة يختلف عن معدل التوازن. وبين لاحقاً أن ارتفاع مخزون النقود لا يؤدي إلى تقليص وبنفس النسبة القدرة الشرائية للوحدة النقدية. ولكن يدخل كعامل فعال في النظام الاقتصادي حيث لا يؤدي إلى تعديل الأسعار ولكن إلى "ثورة في الأسعار"

Hayek انضم إلى هذا التيار من الفكر حيث ينتقد النظرية الكمية في كونها تبحث عن تفسير ارتفاع المستوى العام للأسعار دون الأخذ بعين الاعتبار تغيرات الأسعار النسبية. بالإضافة إلى أن النظرية الكمية تتجاهل الانعكاسات التي يمكن أن تتجم عن ارتفاع الأسعار على إنتاج فرع معين، فبالنسبة لـ Hayek النقود يمكن أن تؤثر على الأسعار النسبية وعلى الإنتاج. إن تطور الإنتاج يتميز بدورات إنتاج⁽⁴⁾ التي تترجم بتبني طرق أكثر رأسمالية. تنفيذها يرتبط بارتفاع الطلب على السلع الإنتاجية المعبر عنها بالنقود، بالمقارنة مع الطلب على السلع

(1) Dehem Roger, (1984) : Histoire de la pensée économique- des mercantilistes à Keynes, Dunod : Québec, Canada, pp 378-381

(2) Ludwig von Mises (1881-1973): اقتصادي أمريكي من أصول نمساوية، مدافع عن الاقتصاد الليبرالي ومؤلف رئيسي في المدرسة النمساوية للاقتصاد التي تدافع عن الرأسمالية والليبرالية التقليدية. طور نظرية الدورة الاقتصادية التي تركز على دور القرض، وعلى عرض وطلب النقود.

(3) سلع إنتاجية: هي عكس السلع الاستهلاكية ليست موجهة إلى الإشباع المباشر للحاجة ولكن لإنتاج سلع أخرى، وعكس الاستهلاكات الوسيطة لا يتم تحويلها خلال عملية الإنتاج، ولكن تستعمل بشكل دائم في النشاط الإنتاجي، والآلات هي مثال عن سلع الإنتاج... (Gilles Jacoud, op.cit, p204)

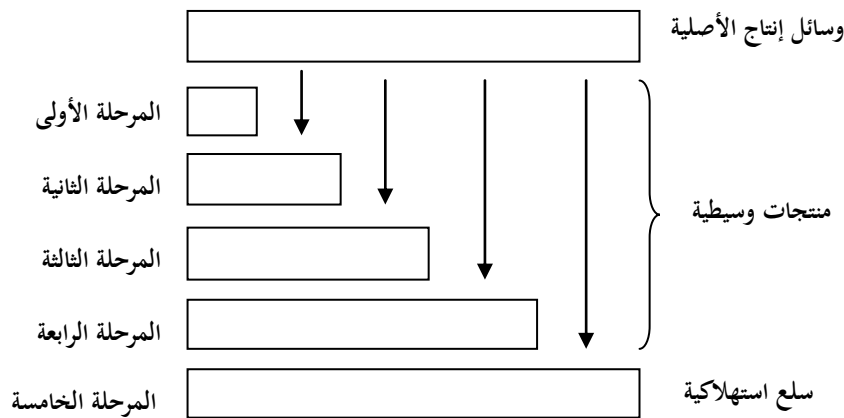
(4) دورة الإنتاج: هي ظاهرة قدمت من طرف النمساوي Böhm-Bawerk حيث للقيام بعملية الإنتاج فإن الأفراد يكرسون جزء من مجهودهم ليس للإنتاج المباشر لهذه السلعة التي يريدون الحصول عليها، ولكن لإنتاج سلع إنتاج تسمح فيما بعد بإنتاج أكثر سهولة للسلعة المرغوبة... (Idem, p204)

الاستهلاكية. وينتج ذلك عن استعمال الادخار المكون إراديا أو استعمال القروض الموجهة إلى المقاولين⁽¹⁾.

1.2. المفهوم النمساوي لعملية الإنتاج

بالنسبة لـ Hayek متتبعا في ذلك Böhm-Bawerk⁽²⁾، فإن السبب الأساسي لتغيرات الإنتاج الصناعي يعود إلى تعديل طرق استخدام الموارد الإنتاجية الناتجة أساسا عن تمديد أو تقليص دورة الإنتاج. طول هذه الدورة يتعلق بعدد المراحل الوسيطة التي تتحول خلالها السلع الإنتاجية - منها رأس المال - تدريجيا إلى سلع استهلاكية. فكلما كانت هذه الدورة أطول والمراحل الوسيطة أكثر، كلما كان رأس المال المستثمر أكبر وإنتاج السلع الاستهلاكية أكثر.

الشكل رقم (02): عملية الإنتاج حسب Hayek



المصدر: Léonard Jacques, La contribution du professeur F.V.Hayek à la théorie néo-classique de la monnaie, de la production et des fluctuations, disponible sur le lien : <https://www.u-picardie.fr/labo/curapp/revues/root/2/leonard1.pdf>, consulté le : 13/10/2014

وسائل الإنتاج الأصلية: هي العمل والأرض

المنتجات الوسيطة: تتضمن سلع التجهيز

طول دورة الإنتاج (عدد المراحل)، الذي يظهر في الجزء العمودي من مثلث Hayek، يعرف هيكل الإنتاج الذي يرتبط به حجم معين من رؤوس الأموال. يكون هذا الهيكل متوازن عندما تنتزع رؤوس الأموال حسب عدد المراحل الوسيطة بشكل تتساوى فيه معدل مردودية كل مرحلة معطية "المعدل الطبيعي". توازن الهيكل الإنتاجي يمكن أن يتحقق فعليا إذا كانت إرادة توفير رؤوس الأموال تتعلق بالمعدل الطبيعي ومنه بالأسعار النسبية، توفر إمكانيات للتمويل حيث يكون الادخار المتوفر

(1) Gilles Jacoud, op.cit, p205

(2) Eugen von Böhm-Bawerk (1851 - 1914): اقتصادي نمساوي وواحد من قادة المدرسة الحدية النمساوية (l'école marginaliste)، لديه العديد من المساهمات حول رأس المال والفائدة.

متعلق بمعدل الفائدة الفعلي. ومنه فإن المساواة بين المعدل الطبيعي والمعدل الفعلي، تعادل المساواة بين الادخار المتوفر والمشاريع الاستثمارية، وهو ما يضمن هيكل إنتاج متوازن ومستقر طالما أنه لا توجد تغيرات في الأسعار النسبية⁽¹⁾.

2.2. الإفراط في عرض النقود والاستثمار السيئ

إن تشويه هيكل الإنتاج يمكن أن ينتج عن تغير في الطلب على السلع الإنتاجية مقارنة بالطلب على السلع الاستهلاكية، ويمكن أن يتحقق ذلك إما بعد تغير الادخار، وإما بعد تغير في كمية النقود.

■ استعمال الادخار الإرادي

إن ارتفاع ادخار الأسر يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية التي انخفض الطلب عليها، وإذا كان الادخار لم يتم اكتنازه ولكن استعمل للاستثمار، فسوف يؤدي ذلك إلى ارتفاع الطلب على السلع الإنتاجية التي سوف تنتج أسعارها نحو الارتفاع.

حسب Hayek لن تعرف كل السلع الإنتاجية ارتفاع في أسعارها بنفس النسبة، كذلك تغير طرق الإنتاج يؤثر على المردودية في مختلف مراحل الإنتاج. فإذا ارتفعت أسعار السلع الإنتاجية بينما السلع الاستهلاكية تنخفض أسعارها، فهذا يعني أن بعض المنتجين قد تقلصت هوامشهم (أرباحهم)، وذلك بسبب انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية الذي يؤدي إلى تقليص هوامش إنتاجها. ومنه فإن تشغيل رأس المال يصبح أكثر ربحية في أعلى عملية الإنتاج، ومنه فإن رأس المال ينتقل بسبب ارتفاع الأسعار في المراحل الأولى من عملية الإنتاج. وعلى اثر ذلك يتم تحويل السلع الإنتاجية غير المتخصصة⁽²⁾ إلى حيث تكون المردودية أعلى إلى غاية أن تصبح الأرباح متساوية في كل مراحل الإنتاج. ومنه فإن الاستثمار سيرتفع مما يمدد دورة الإنتاج⁽³⁾.

■ زيادة القروض الإنتاجية

يمكن أن يمول الاستثمار بتوسيع القروض للمقاولين، وهذا الحل لا يؤدي إلى تقليص مسبق للاستهلاك، فالمستفيدون من القروض سوف يستخدمونها للحصول على منتجات وسيطية⁽⁴⁾ إضافية لن تستخدم في إنتاج سلع استهلاكية، ومنه سيجد المستهلكون أنفسهم يواجهون مؤقتاً ادخار إجباري.

⁽¹⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, pp 353- 354

⁽²⁾ سلع إنتاجية متخصصة: حسب تعبير Wieser الذي استعمل من قبل Hayek هي سلعة يكون استعمالها محدود في بعض مراحل الإنتاج، عكس السلع غير المتخصصة التي يمكن استعمالها في مختلف مراحل الإنتاج، ومنه يحتمل تغيير تخصصها حسب المردود المقترح في نشاط أو نشاط آخر... (Gilles Jacoud, op.cit, p204)

⁽³⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, idem, p 354

⁽⁴⁾ المنتجات الوسيطة: بالنسبة لـ Hayek فهي ترتبط بسلع التجهيزات والمنتجات نصف النهائية.

إن المحافظة على الطلب على السلع الاستهلاكية أو ارتفاع الطلب عليها الناتج عن الأجور الإضافية الموزعة نتيجة الاستثمارات المحققة، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه السلع الاستهلاكية، وهذا ما يحفز المقاولين على الإنتاج أكثر، ومنه الاقتراض لتحقيق الاستثمارات الجديدة⁽¹⁾.

ومنه عندما تقوم البنوك بتخفيض معدل الفائدة النقدي إلى أقل من المعدل الطبيعي من أجل زيادة القروض الموجهة للمؤسسات، فإن الاستثمار سيزداد ودورة الإنتاج تمتد إلى أبعد مما يسمح به الادخار المتوفر. والتوازن بين إنتاج السلع الاستهلاكية وإنتاج السلع الإنتاجية يختل على حساب الأولى، وهو ما يؤدي إلى ادخار إجباري لأن الاستهلاك هو أقل مما يجب أن يكون عليه. هذا الاستثمار الإضافي هو استثمار سيئ لأن آثار الإحلال لصالح السلع الإنتاجية ترفع أسعار السلع الاستهلاكية المهمة من قبل المستثمرين، وتخفض من أسعار السلع الإنتاجية المفضلة صناعياً. هيكل الإنتاج الموجه نحو السلع الإنتاجية هو إذا غير مناسب، لأن هذه الأخيرة ستصبح أقل مردودية، وبعد فترة من الازدهار فإن التعديلات ستتم بشكل عنيف. هيكل الإنتاج سيصبح من جديد أقل رأسمالية، وتقلص القدرات الإنتاجية سيرفع من البطالة التي تم تخفيضها بشكل مؤقت عبر ارتفاع في عرض النقود⁽²⁾.

■ زيادة القروض الاستهلاكية

إذا كانت هذه الزيادة في عرض النقود ناتجة عن قروض إضافية للاستهلاك بدل القروض الممنوحة للمؤسسات، فإن النتيجة هي نفسها رغم أن الأسباب تختلف. ما ينتج عن ذلك من ارتفاع في الطلب على السلع الاستهلاكية يرفع من أسعارها، وهو ما يجعل من عمليات الإنتاج القصيرة أكثر مردودية من العمليات الطويلة. ومنه فإن هيكل الإنتاج لديه ميل لأن يصبح أقل رأسمالية، ولكن تحويل السلع الوسيطة للعمليات الطويلة نحو العمليات القصيرة لا يتم بسهولة. حيث أن تعديل هيكل الإنتاج يكون مرفوق بضعف تشغيل العوامل التي كانت مستخدمة في عمليات طويلة والتي لا يمكن امتصاصها بواسطة العمليات القصيرة⁽³⁾.

الوضعية سوف تزداد سوءاً فعندما يكون توجيه قوى الإنتاج لصالح سلع الاستهلاك فإن ذلك يؤدي إلى تقليص ندرتها. فالمقاولون يخاطرون بحصر استثماراتهم في العمليات القصيرة التي تستعمل اليد العاملة بكثرة مقارنة مع رأس المال، ومنه هناك عوامل إنتاج غير مشغلة، أي جزء من رأس المال يصبح غير مستعمل وعمال في بطالة.

(1) Gilles Jacoud, op.cit, p205

(2) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 355

(3) idem, p 355

إن فكر Hayek يقودنا إلى نتيجة متناقضة وذلك فيما يتعلق بقدرة إنتاج غير مشغلة وفي نفس الوقت زيادة في الطلب. فالسياسة التي تشجع على قروض الاستهلاك لا يمكن أن تزعم أنها سوف تجلب حل لوضعية البطالة لأنها تخلق بنظام الإنتاج، ومنه لا يمكن لها إلا أن تساهم في تدهور الوضعية⁽¹⁾.

ومنه فإن المبالغة في القروض مقارنة بالادخار المتوفر يؤدي، مهما كان شكل إدماجه في الاقتصاد، إلى تعديلات في هيكل الإنتاج لا تسمح بالحفاظ على هيكل مناسب للتوازن بين سلع الإنتاج وبيع الاستهلاك (أو بين الاستثمار والادخار). إذا كانت هذه القروض تشجع بشكل مؤقت واصطناعي الإنتاج والعمل، فإنها سوف تولد بعد فترة زمنية تعديلات عكسية لتصحيح الاستثمار السيئ. هذه التعديلات العكسية تمثل أزمات حقيقية، تعود إلى سلوك السلطات النقدية⁽²⁾.

3. التأثير على الدخل الإجمالي والتشغيل

توصل Keynes في "النظرية العامة" إلى نتيجة متناقضة تماما مع تلك الخاصة بـ Hayek، رغم أنها مستوحاة من Wicksell ومن التباعد بين معدل الفائدة النقدي والمعدل العادي، فبالنسبة له فإن "السياسة النقدية الأكثر ايجابية تتمثل في تخفيض معدل الفائدة مقارنة بمعدل الفعالية الحدية لرأس المال إلى غاية أن يتحقق التشغيل الكامل"⁽³⁾. هذه النظرة المختلفة لعمليات توازن الاقتصاد تفسر بشكل كبير التعارض في نتائج كل من Keynes و Hayek، رغم أن المرجع هو نفسه والمتمثل في Wicksell. في حين أنه بالنسبة لـ Hayek هذه العمليات لتوازن الاقتصاد تتم عبر اللعب بميكانيزم الأسعار، فإن Keynes اعتبر أن الأسعار ثابتة وأن تعديل الأسواق يتم عبر الكميات، معتمدا على المدى القصير. وبصفة عامة، سلسلة المتغيرات الاقتصادية الكلية التي قدمها تدمج ظواهر حقيقية ونقدية⁽⁴⁾.

3.1. تحليل Wicksell أساس لتحليل Keynes

إحدى مميزات أسلوب Keynes التي تم ملاحظتها في تحليله للطلب على النقود، التي أطلق عليها "تفضيل السيولة"⁽⁵⁾، هي اقتراح مفردات جديدة لمفاهيم سابقة. حيث معدل الفائدة "النقدي" أو

(1) Gilles Jacoud, op.cit, p204

(2) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 355

(3) Keynes John Maynard, (1971) : Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, n° 139, Petite Bibliothèque Payot : Paris, France, p368

(4) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, idem, p 355

(5) تفضيل السيولة: إن الفرد الذي يتنازل عن الاستهلاك الفوري لتكوين ادخاره يمكن أن يختار الشكل الذي يحتفظ به على هذا الادخار، فإما أن يترك ادخاره على شكل نقدي، أو يقوم بتوظيفه على أمل الاستفادة من مردودية، وهذا الاختيار في توزيع الادخار بين النقود والأوراق المالية يعكس تفضيل الفرد للسيولة. ومنه فإن المدخر يراجع بين شكلين للاحتفاظ بالثروة لكل منهما إيجابياته، فالاحتفاظ بالادخار على شكل غير نقدي يعود إلى معدل الفائدة الذي يقدم كمكافأة على توظيف هذه النقود، فإذا لم يأخذ معدل الفائدة بالحسبان من

الفعلي الخاص بـ Wickssell أصبح معدل الفائدة فقط، والمعدل "الطبيعي" أو العادي أصبح "معدل الفعالية الحدية لرأس المال" ⁽¹⁾. والفرق بين المعدل العادي والمعدل الفعلي أصبح هو الفرق بين معدل الفعالية الحدية لرأس المال ومعدل الفائدة، ولكن أبعد من تغيير المصطلحات، فإن ميكانيزمات اندماج الظواهر النقدية والحقيقية لم تتغير. معدل الفائدة الذي يتم تحديده في سوق النقود عبر المراجعة (l'arbitrage) نقود- أوراق مالية، يحدد حجم الاستثمار عبر مقارنة المقاولين بين معدل المردود الخارجي (معدل الفائدة) والمعدل الداخلي (معدل الفعالية الحدية لرأس المال)، وذلك يدفع بالطلب على السلع الإنتاجية إلى غاية المساواة بين هذين المعدلين. ومنه فإن معدل الفائدة (النقدي) يبقى متغير الدمج الذي يضمن الارتباط بين سوق النقود وسوق السلع والخدمات، في حين أن مكان الاندماج هو دائما الطلب على السلع الإنتاجية (في هذه الحالة دالة الاستثمار الإجمالي). ومنه فإن Keynes يقترح ملخص اقتصادي كلي يعكس تأثير النقود على الدخل والتشغيل ⁽²⁾.

إن النظرية العامة لـ Keynes هي نظرية للشغل، الفائدة والنقود، حيث يبين Keynes في كتابه بأن العوامل التي كانت تحلل تقليديا بانتمائها إلى قطاعين مختلفين - الحقيقي والنقدي - هما في الحقيقة مرتبطين معا، فالمكانة الأساسية المعطاة لمعدل الفائدة، تدل أنه بواسطة هذه الأخيرة تصبح النقود قادرة على التأثير على التشغيل، ومنه بواسطة معدل الفائدة تدخل كمية النقود في المخطط الاقتصادي.

إن معدل الفائدة يدخل في التحفيز على الاستثمار، حيث يقوم المقاول بمقارنة بين ما يمكن أن يحققه من خلال هذا الاستثمار وما يكلفه هذا الاستثمار، وبشكل أدق فإنه يقارن بين معدل الفعالية الحدية لرأس المال ومعدل الفائدة، حيث يستمر في الإنتاج مادامت المردودية الحدية لرأس المال أكبر من معدل الفائدة.

قبل الأفراد لتحديد مبلغ الادخار فإنه بحثهم على الاحتفاظ بجزء أقل أو أكثر أهمية من الادخار على شكل سيولة. ومنه فإن Keynes يعتبر "معدل الفائدة" هو "المقابل عن التخلي عن السيولة لفترة محدودة". وبالنتيجة فإن انخفاض معدل الفائدة يعني أن التنازل عن السيولة هو أقل مردودية، وهو ما يمكن أن يحث المدخرين على الاحتفاظ بأموالهم على شكل نقود. وهو عكس ما جاء في التحليل النيوكلاسيكي التقليدي الذي لا يرى النقود إلا كأداة بسيطة لتحقيق التبادل، في حين أن Keynes أخذ بعين الاعتبار استعمالها "كمخزون للثروة". فالمدخر يواجه غيبيات خاصة فيما يتعلق بتطور معدل الفائدة واستعمال النقود في المستقبل، فبدل من توظيف كل ادخاره فإنه يختار بشكل إرادي الاحتفاظ بمخزون سائل، حتى ولو تحمل تكلفة فرصة (فامتلاك الثروة على شكل نقدي تحرم الفرد من مداخيل التي يمكن أن يحققها من توظيف هذه النقود. ومنه فإن النقود مطلوبة لذاتها من قبل الأعوان وذلك عندما يكون معدل الفائدة غير مقنع لتحقيق توظيفات. حيث فسر Keynes الطلب على النقود بثلاثة دوافع: دافع المعاملات، الاحتياط والمضاربة (Gilles Jacoud, op.cit, ... p208)

⁽¹⁾ الفعالية الحدية لرأس المال هو أمل تحقيق مردودية منتظرة من وحدة رأس المال الإضافي... (Idem, p212)

⁽²⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 355

إن نفقات استثمار المؤسسات ونفقات استهلاك الأسر تمثل الطلب الإجمالي الموجه للمقاولين، فنفقات الاستهلاك هي دالة لدخل الأسر وميلهم نحو الاستهلاك⁽¹⁾، ومنه فإن نفقات المستهلكين والمستثمرين تؤدي إلى تحديد الطلب الفعال⁽²⁾ الذي يجب على المقاولين تغطيته عن طريق إنتاجهم. فالطلب الفعال يؤدي بالمقاولين إلى السعي لتحقيق مستوى محدد من الإنتاج، وفي مستوى معين من التقنية فإن ذلك المستوى من الإنتاج يتطلب حجم معين من التشغيل، حيث لا يوجد أي سبب للتفكير بأن هذا المستوى من التشغيل يجب أن يكون مستوى التشغيل الكامل. فإذا كان الطلب الفعال ضعيف فهذا يتطلب من المقاولين تحقيق مستوى إنتاج يستخدم كمية محدودة من اليد العاملة. وعدم كفاية الطلب الفعال تفسر بضعف الميل نحو الاستهلاك، أو التحفيز على الاستثمار وهذين الخطرين يتزايدان كلما كان البلد غني، وذلك لأن الميل نحو الاستهلاك يتراجع مع زيادة الدخل، إضافة إلى أن رأس المال المتراكم يكون معتبر، ومنه تصبح فرص الاستثمار الإضافي أقل جاذبية.

ونظراً لأنه لا شيء يضمن أن يكون الطلب الفعال المحدد بعفوية في مستوى مرتفع كفاية حتى يولد حجم إنتاج يحقق التشغيل الكامل. وعليه يجب على الدولة أن تتدخل لدعم هذا الطلب، وذلك خاصة من خلال التأثير على المتغيرات النقدية لتشجيع الاستثمار، "والسياسة الأكثر جاذبية تتمثل في تخفيض معدل الفائدة مقارنة بمنحني الفعالية الحدية لرأس المال إلى غاية أن يتحقق التشغيل الكامل". وذلك عكس ما تطرقت إليه النظرية الكمية للنقود، لأن ارتفاع كمية النقود⁽³⁾ عن طريق تخفيض معدل الفائدة يمكن أن يشجع على الإنتاج والتشغيل⁽⁴⁾. وهذا ما يبينه البيان الموالي:

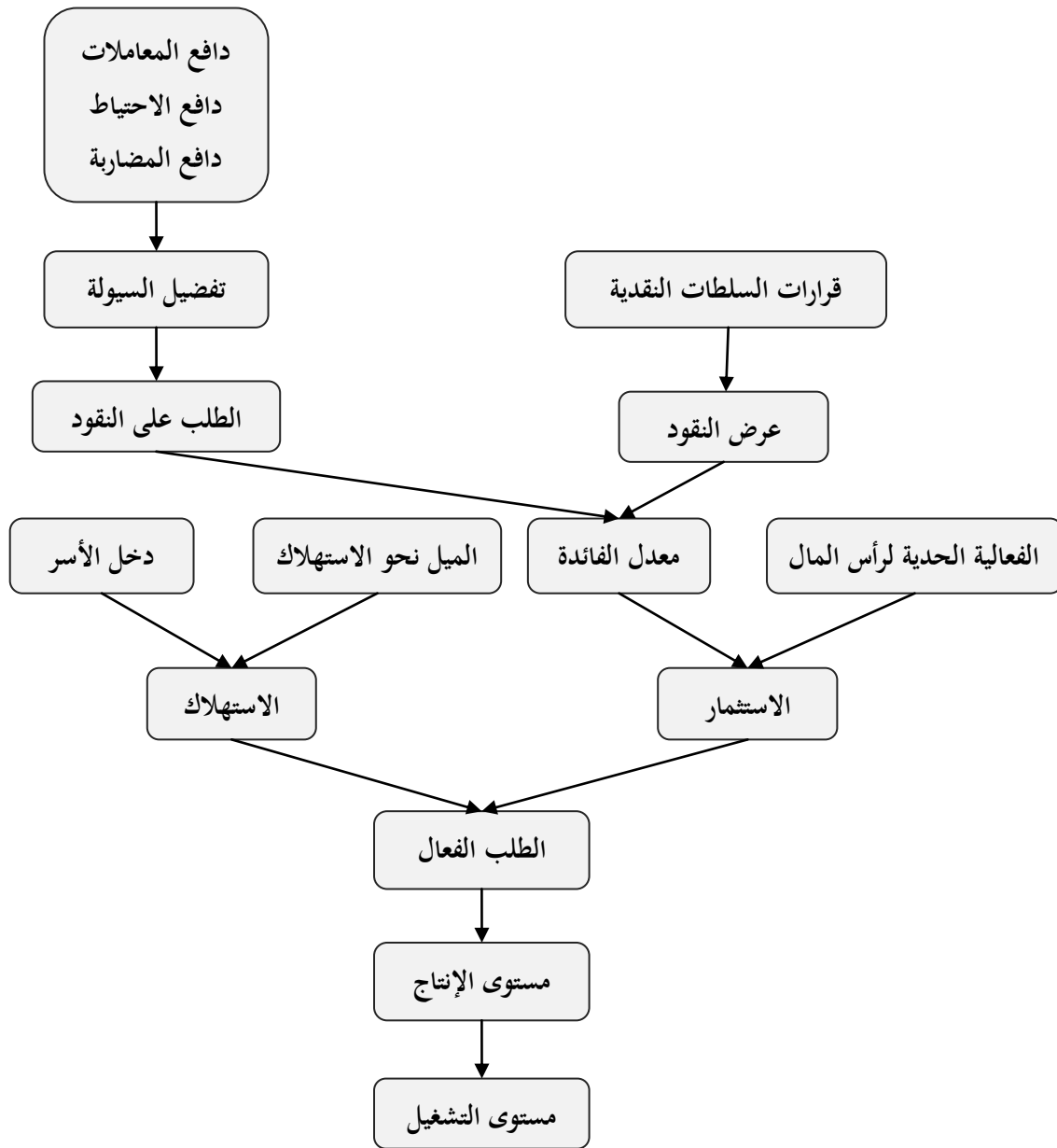
(1) الميل الحدي نحو الاستهلاك هي علاقة بين زيادة الدخل وزيادة الاستهلاك، حيث وضع Keynes "القانون البسيكولوجي" الذي ينص أنه: "في حالة تغير الدخل الحقيقي للبلد، فإن الاستهلاك يتغير في نفس الاتجاه ولكن بنسبة أقل". (Gilles Jacoud, op.cit, p212)

(2) الطلب الفعال هو الطلب المتوقع من قبل المقاولين، والذي يرتبط بمجموع نفقات الاستهلاك ونفقات الاستثمار التي يتوقعونها والتي من خلالها يحددون مستوى الإنتاج... (Idem, p212)

(3) Keynes يعرف معدل الفائدة بـ "السعر الذي يوازن بين الرغبة في الاحتفاظ بالثروة على شكل نقود وكمية النقود المتوفرة"، ومنه فإن تقليص كمية النقود المتوفرة يمكن أن ترفع معدل الفائدة، والعكس ارتفاع كمية النقود تؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة. في حين يحد "فخ السيولة" كلياً من هذه الحركة، لأنه عندما يكون معدل الفائدة في أدنى قيمة له فإن عرض نقود إضافية يصبح دون جدوى. (idem, p 211)

(4) Idem, p 211

الشكل رقم (03): من النقود إلى التشغيل حسب Keynes



المصدر: Gilles Jacoud, op.cit, p212

هذا التسلسل يتوقف مفعوله عبر وجود "مصيصة السيولة" ⁽¹⁾، أي صلابة معدل الفائدة نحو الانخفاض التي تجعل من النقود حيادية ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ مصيدة أو فخ السيولة: إن انخفاض معدل الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية، مما يضعف من احتمالات تحقيق قيمة مضافة لاحقاً، وهو ما يدفع بالمدخرين إلى التخلص من الأوراق المالية، ومنه فإن تفضيل السيولة يرتفع كلما انخفض معدل الفائدة. وعندما يكون معدل الفائدة في مستوى ضعيف جداً، بحيث أن المدخرين لا يتوقعون بأنه يمكن أن ينخفض أكثر، أي أن أسعار الأوراق المالية في أقصاها، ونظراً لأن احتمالات تحقيق قيمة مضافة تكون معدومة، فإن المدخرين سوف يحتفظون بموجوداتهم على شكل سائل،

2.3. تسلسل الاقتصاد الكلي الخاص بـ Keynes

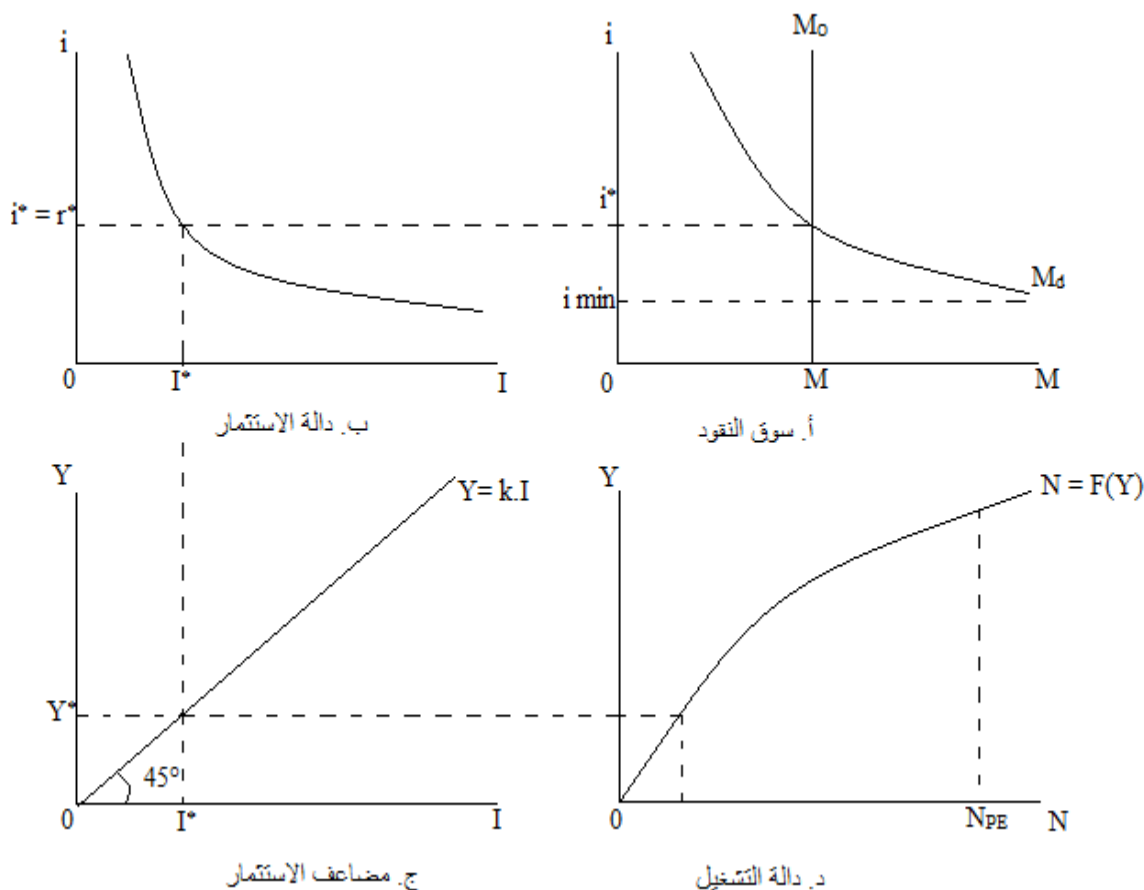
هذه السلسلة التي لخصها Keynes في كتاب "النظرية العامة"، والتي يمكن أن تقدم في البيان الموالي. يبدأ الارتباط السببي من سوق النقود (المعلم أ) حيث أن التقاطع بين عرض النقود M_0 الخارجي والطلب على النقود M_d يحدد معدل فائدة التوازن i^* ، الذي يفترض في البداية أنه أعلى من معدل الفائدة الأدنى لفخ السيولة. الحجم الإجمالي للاستثمار المرتبط بهذا المعدل التوازني هو I^* ، حيث يكون معدل الفعالية الحدية لرأس المال r^* الخاص بهذا الحجم من الاستثمار مساوي لـ i^* (المعلم ب). هذا الحجم من الاستثمار يحدد الدخل الإجمالي Y^* ، المعطى من قبل المضاعف الكينزي⁽²⁾ (المعلم ج) على الشكل: $y = k \cdot I$ ، والناتج عن شرط التوازن في سوق السلع والخدمات ($Y = C + I$) بالإضافة إلى دالة الاستهلاك الإجمالي ($C = c \cdot Y$) ومنه فإن $k = \frac{1}{1-c} > 1$ ، حيث c هو الميل نحو الاستهلاك الذي يفترض أنه ثابت وأقل من الواحد حسب "القانون البسيكولوجي الأساسي". يرتبط بهذا المستوى من الدخل الإجمالي للتوازن Y^* ، مستوى معين من التشغيل N^* يحدد بواسطة دالة التشغيل، وهي مقلوب دالة الإنتاج للمدى القصير (المعلم د). في البيان الموالي، فإن مستوى التشغيل N^* يفترض أنه أقل من مستوى التشغيل الكامل، N_{PE} .

وهذه الظاهرة تعرف باسم "مصيصة السيولة". وتعني الوضعية التي يكون فيها معدل الفائدة ضعيف جدا لا يشجع المدخرين على التنازل عن السيولة... (Gilles Jacoud, op cit, p211)

(1) Gérard Bramoullé et Dominique Augey, op.cit, 1998 , p 355

(2) المضاعف الكينزي أو مضاعف الاستثمار تعني أن تحقيق استثمار إضافي يؤدي إلى أثر مضاعف على مستوى الإنتاج والتشغيل. فالاستثمار يمثل طلب إضافي موجه لمنتجات السلع الإنتاجية مما يرفع من إنتاجهم، وهو ما يؤدي إلى توزيع مداخل إضافية على العمال والمساهمين، حيث أن جزء من هذه المداخل يتم استهلاكه والجزء الآخر يدخر. وبفضل الجزء المستهلك فإن منتجي السلع الاستهلاكية يرفعون من إنتاجهم، أي سيتم توزيع مداخل إضافية على العمال والمساهمين، والذين بدورهم يوجهون جزء منها نحو الاستهلاك مما يؤدي إلى زيادة الطلب... وهو ما يمثل دورة فعالة، فالاستثمار يؤدي إلى زيادة في الإنتاج تفوق الزيادة في الاستثمار المبدئي.

الشكل رقم (04): الاندماج النقدي - الحقيقي لدى Keynes



المصدر: Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 356

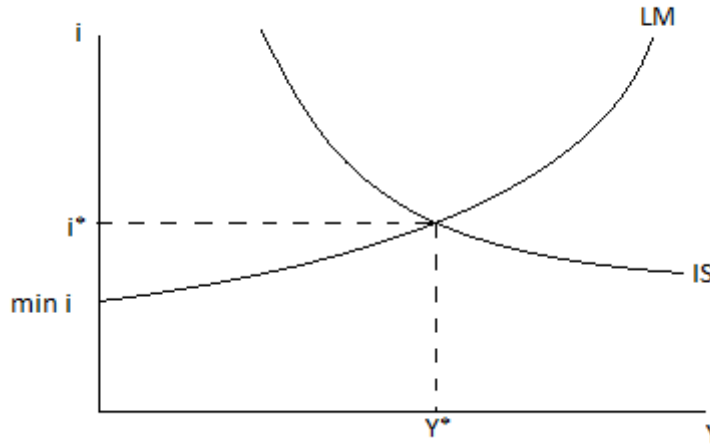
إن الطلب على النقود، دالة الاستثمار، المضاعف ودالة التشغيل تتأثر بعرض النقود، فكل زيادة في هذه الأخيرة تؤدي إلى إعادة ترتيب المحفظة مما يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة، وارتفاعات متتالية ومنتابعة بشكل منظم لكل من الاستثمار، الدخل والتشغيل. عبر فرضية صلاية المستوى العام للأسعار المرتبط بوضعية نقص التشغيل، هذا البيان للاندماج النقدي الحقيقي، هو إذا محدود بصلاية معدل الفائدة نحو الانخفاض. إذا كان معدل الفائدة المرتبط بالتشغيل الكامل يقع أسفل معدل الفائدة الأدنى، فإن سياسة نقدية توسعية لا تسمح بالوصول إلى التشغيل الكامل. في هذه الحالة، المأخوذة بعين الاعتبار من قبل Keynes والتابعين له، فخ السيولة يفصل عرض النقود عن المتغيرات الحقيقية، والتأثير النقدي يصبح غير فعال. من هنا جاء تفضيل الكينزيون للسياسات المالية لمحاولة إنعاش النشاط الاقتصادي⁽¹⁾.

3.3. النموذج IS-LM وأشكال السياسة النقدية

⁽¹⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, pp 356-357

اقترح J.Hicks⁽¹⁾ (1937) تقديم بياني للتحليل الكينزي يتمثل في تعيين النقاط (i, Y) ، نقاط توازن سوق السلع والخدمات (المنحنى IS) ونقاط توازن سوق النقود (المنحنى LM)، تقاطع هذين المنحنيين يحدد الثنائية (i^*, Y^*) للتوازن العام الذي يمكن أن يكون مرفوق بنقص التشغيل إذا كان Y^* أقل من دخل التشغيل الكامل.

الشكل رقم (05): المنحنى IS-LM



المصدر : https://fr.wikipedia.org/wiki/Mod%C3%A8le_IS/LM,
consulté le : 01/03/2013

المنحنى IS يرسم شرط توازن سوق السلع والخدمات $I=S$ ، مع العلم أن دالة الاستثمار متناقصة لمعدل الفائدة (علاقة عكسية بين i و I) ، والادخار دالة متزايدة للدخل (علاقة طردية بين S و Y) : $I(i) = S(Y)$. فبالنسبة لمعدل فائدة مرتفع، يكون الاستثمار ضعيف والادخار المساوي له يرتبط بدخل ضعيف. في حين أن المنحنى LM يعبر عن شرط التوازن في سوق النقود، بين عرض خارجي للنقود $M_0^{(2)}$ ، وطلب على النقود كدالة متزايدة للدخل ومتناقصة لمعدل الفائدة: $M_d=f(Y, i)$ ، ومنه فان هناك علاقة بين i و Y . تقاطع المنحنيين IS و LM يوضح العلاقة الموجودة في التوازن بين معدل الفائدة والدخل الإجمالي⁽³⁾.

⁽¹⁾ Sir John Richard Hicks (1904 – 1989): اقتصادي بريطاني، أسس علاقات بين السياسة النقدية والسياسة المالية انطلاقاً من النظرية الكينزية، تحصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1972 رفقة Kenneth Arrow. وهو من بين أهم الاقتصاديين وأكثرهم تأثيراً في القرن 20.

⁽²⁾ عرض النقود تحدده السلطات النقدية.

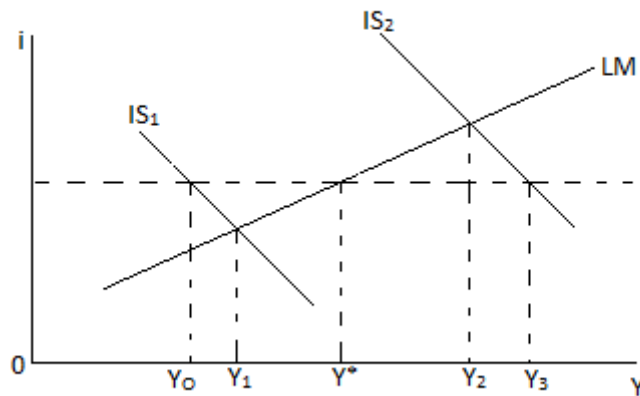
⁽³⁾ السهموري محمد السعيد، (2012): اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة 01، دار الشروق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص

إن الميزة المختصرة لهذا البيان تفسر نجاحه كتمثيل بياني للاندماج الكينزي. مع ذلك، وكما بين A.Leijonhuvud⁽¹⁾ (1968)، التبعية الداخلية IS-LM لا تفسر العلاقة السببية لتسلسلات "النظرية العامة"، والتركيز على أشكال التوازن يخفي ميكانيزمات الاندماج. رغم هذه السلبيات فإن البيان IS-LM قد استخدم غالباً على شكل إحصاء مقارن، لدراسة آثار السياسات الاقتصادية. وقد تم إعطاء مثال عن هذا الاستخدام من خلال تحليل W.Poole⁽²⁾ (1970)، الذي يبين مختلف الآثار الحقيقية للسياسة النقدية حسب الهدف الوسيط الذي تبنته سواء كان معدل الفائدة أو كمية النقود.

■ هدف معدل الفائدة أو الهدف الكمي

إذا كان اختيار الهدف الوسيط بين معدل الفائدة أو كمية النقود، فإن الأمر لا يختلف على مستوى نفس السوق النقدي، لأنه بالنسبة لمعدل فائدة معين هناك كمية معينة من النقود ترتبط به والعكس، ولكن استعمال المنحنى IS-LM يبين أن الأمر يختلف على مستوى مجموع الأسواق. Poole لاحظ هنا حالتين محددتين مع نفس الهدف النهائي المتمثل في الدخل الإجمالي. في الحالة الأولى، الطلب على النقود يفترض أنه ثابت والمنحنى IS قادر على الانتقال بين IS_1 و IS_2 (البيان الموالي)، الهدف النهائي المتمثل في الدخل الإجمالي (دخل التشغيل التام على سبيل المثال) هو Y^* .

الشكل رقم (06): الأهداف الوسيطة وعدم ثبات المنحنى IS



المصدر: Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p359

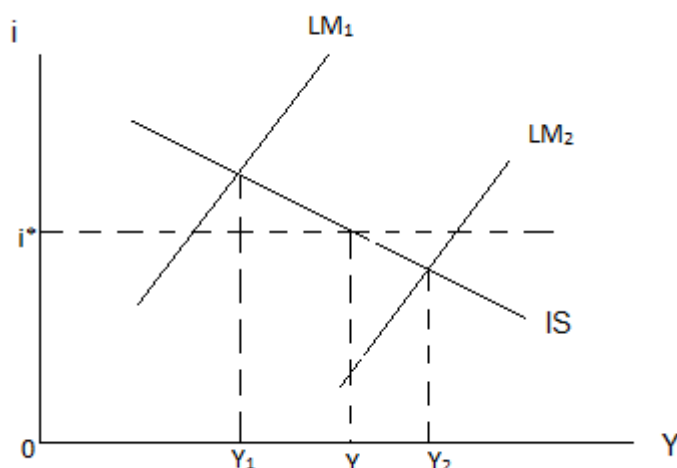
(1) Axel Leijonhufvud: من مواليد 1933، اقتصادي ينتمي إلى المدرسة الكينزية الجديدة، يتميز بأنه انضم إلى مقاربة المدرسة النمساوية (Ludwig von Mises, Friedrich Hayek, Roger Garrison) التي ترى بأن غياب التنسيق في الاقتصاد يرجع إلى النقود، التي تغلغلها في الاقتصاد يرتبط مباشرة بأسعار الفائدة.

(2) William Poole: من مواليد سنة 1937، شغل منصب المدير العام الحادي عشر للبنك الاحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية (1998-2007)، واستقال من منصبه سنة 2008.

إذا وضعت السلطات النقدية لنفسها كهدف كمية معينة من النقود، يكون هناك منحنى وحيد لـ LM والدخل الإجمالي يتحدد بين Y_1 و Y_2 حسب موقع المنحنى IS. أما إذا كان الهدف الوسيط هو معدل الفائدة i^* ، المرتبط بالهدف النهائي Y^* ، فإن الدخل الإجمالي يمكن أن يتحدد بين Y_0 و Y_3 ، أي أن مروحة الاحتمالات تكون أكثر اتساعاً من السابقة، وهو ما يمكن أن يقلص من فرص الوصول إلى Y^* . في هذه الحالة الأولى فإن الهدف الكمي هو المفضل على هدف معدل الفائدة. في الحالة الثانية، يفترض أن المنحنى IS ثابت والطلب على النقود يتغير بين LM_1 و LM_2 (البيان الموالي)

إذا كان الهدف الوسيط للسياسة النقدية كمي، فإن الدخل سيتحدد بين Y_1 و Y_2 حسب موقع المنحنى LM. ولكن في هذه المرة فإن السلطات النقدية تضع لنفسها كهدف معدل الفائدة i^* ، من الممكن تكييف عرض النقود مع التغيرات في الطلب على الأرصد من أجل تحديد المنحنى LM مما يسمح بالوصول إلى Y^* . ومنه فإن هدف معدل الفائدة في هذه الحالة الثانية، هو المفضل على الهدف الكمي⁽¹⁾.

الشكل رقم (07): الأهداف الوسيطة وعدم ثبات المنحنى LM



المصدر: Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p360

إضافة إلى استخدام البيان IS-LM، هذا المثال يصور كذلك التناقض بين، من جهة سياسة نقدية ذات الاتجاه الكينزي والتي تفضل التأثير بواسطة معدل الفائدة نتيجة تغير تفضيل السيولة، ومن جهة أخرى سياسة نقدية للمدرسة النقدية، تبرر الهدف الكمي بثبات الطلب على النقود⁽²⁾.

⁽¹⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, pp 358-359

⁽²⁾ idem, p 360

المطلب الثالث: الاندماج النقدي الحقيقي عبر أثر الرصيد الحقيقي

في حين أن الاندماج عبر معدل الفائدة يرتكز على فكرة أن الإفراط في العرض على مستوى سوق النقود ينتقل أولاً إلى سوق الأوراق المالية، فإن الاندماج عبر أثر الرصيد الحقيقي ينتج عن انعكاس الإفراط في عرض النقود على سوق السلع والخدمات. ومنه لم تعد آثار الإحلال فيما بين الأصول والناجحة عن تغيرات في معدلات الفائدة هي التي تفسر تعديل المتغيرات الحقيقية، ولكن أثر الثروة الناتج عن تغيرات القيمة الحقيقية للأرصدة أو الموجودات النقدية ⁽¹⁾. وهذا الأخير يمثل ميكانيزم الاندماج المفضل في التحليل الكلاسيكي الجديد (néo-classique) ⁽²⁾.

1. ماهية أثر الرصيد الحقيقي ⁽³⁾

إن العروض القديمة هي عروض أدبية لأثر الرصيد الحقيقي في حين أن العروض الأكثر حداثة تستخدم الصيغ الرياضية للتعبير عن هذا الأثر والتي تفترض شروط معينة حتى يمكن لهذا الميكانيزم الخاص بالاندماج أن يلعب دوره.

منذ 1898 وصف Wickseil مبدأ أثر الرصيد الحقيقي:

"نفترض أنه لسبب أو لآخر ترتفع أسعار السلع في حين أن مخزون النقود يبقى ثابتاً، أو مخزون النقود ينخفض بينما الأسعار تبقى ثابتة مؤقتاً. ستبدو الأرصدة جد ضعيفة مقارنة بالمستوى الجديد للأسعار... وهو ما يدفعني بالنتيجة إلى الرفع من رصيدي. هذا لن يحدث - إذا استبعدنا في هذه اللحظة إمكانية الاقتراض - إلا عبر تقليص طلبي على السلع والخدمات أو عبر زيادة عرض سلعتي الخاصة..."

نفس الفكرة تقريباً نجدها لدى Fisher ⁽⁴⁾ في حالة ارتفاع القيمة الحقيقية للأرصدة:

"نفترض وفي لحظة معينة أن تضاعف كمية النقود المتداولة لا يؤدي فوراً إلى ارتفاع في الأسعار... مع بقاء الأسعار ثابتة فإن كل فرد يملك الآن ضعف كمية النقود والودائع التي اعتاد أن يحتفظ بها في يده. ومنه سيضطر إذا إلى التخلص من هذا الفائض من النقود والودائع عبر شراء سلع."

اعتماداً على فرضية أن الأعوان يحتفظون بعلاقة معينة بين طلبهم على الرصيد الحقيقي ونفقاتهم، وذلك قريب من التفسير عبر الطلب من معادلة كامبريدج، فليس من المدهش أن نجد هذه

(1) الأرصدة أو الموجودات النقدية: حسب Keynes فإن الموجودات النقدية لعون ما تتضمن مجموع الأوراق والقطع النقدية وكذلك الودائع تحت الطلب التي يحتفظ بها لدى البنوك.

(2) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 363

(3) الأرصدة أو الموجودات الحقيقية: يرى Keynes بأن الموجودات الحقيقية تعني القدرة الشرائية بالسلع للموجودات النقدية.

(4) Irving Fisher (1867-1947): اقتصادي أمريكي ومختص في الرياضيات، مختص في المسائل النقدية حيث وضع علاقة بين كمية النقود، سرعة دوران النقود و مستوى الأسعار.

التصريحات لدى Pigou⁽¹⁾ انطلاقاً من مقاله " قيمة النقود " (1917-1918). وكان لا بد من انتظار فيما بعد أعمال Don Patinkin (1965)، محددا مفاهيم الاقتصاد الكلي والجزئي لهذا الميكانيزم، لكي يكون مقدا بمصطلحات أكثر تحليلاً⁽²⁾.

1.1. آلية عمل أثر الرصيد الحقيقي

إن ملاك الثروات يحتفظون بجزء من موجوداتهم على شكل أصول نقدية، هذه الأصول النقدية يمكن تقديرها على شكل قدرة شرائية. فالرصيد النقدي الحقيقي يمثل مبلغ النقود المحتفظ بها من قبل الأفراد مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى الأسعار، حيث يمكن أن نعرف هذه الأرصدة الحقيقية بالنسبة M/P ، حيث M تعبر عن الكتلة النقدية، و P تعبر عن المستوى المتوسط للأسعار. فالأعوان الاقتصاديين يريدون الاحتفاظ بجزء ثابت من ثروتهم على شكل نقدي، وارتفاع أرصدتهم الحقيقية يؤدي إذا إلى زيادة طلبهم على السلع، بينما انخفاض هذه الأرصدة يؤدي إلى تخفيض طلبهم على السلع وذلك بإعادة تأسيس الأرصدة الحقيقية. هذه الآلية تسمح بفهم ظاهرتين:

■ تأثير تغير مستوى النقود

نعتبر أن M_1/P_1 هو الرصيد الحقيقي في الفترة t_1 ، إذا ارتفعت كمية النقود من المبلغ M_1 إلى المبلغ M_2 ، ومنه فإن الرصيد الحقيقي M_2/P_1 يصبح أعلى من الرصيد المبدئي. الأفراد يريدون الاحتفاظ بنفس النسبة من الرصيد الحقيقي، ومنه سيرفعون من طلبهم على السلع، وبالتالي يدفعون بالأسعار إلى الارتفاع، وسوف يستمر هذا الارتفاع إلى أن تصل الأسعار إلى المستوى P_2 حيث:

$$\frac{M_2}{P_2} = \frac{M_1}{P_1}$$

■ تأثير تغير مستوى الأسعار

إن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى تخفيض القيمة الحقيقية للموجودات النقدية، ومنه فإن الأرصدة

الحقيقية تنتقل من المستوى $\frac{M_1}{P_1}$ إلى المستوى $\frac{M_1}{P_2}$ حيث: $P_2 > P_1$

إن انخفاض مبلغ الأرصدة الحقيقية يؤدي إلى تخفيض الطلب من جهة الأعوان الذين يريدون إعادة تأسيس أرصدتهم، وانخفاض الطلب يؤدي إلى تخفيض المستوى العام للأسعار الذي يمكن أن يعود إلى مستواه الأصلي. في حالة انخفاض الأسعار، إعادة تقييم الأرصدة يؤدي عكس ذلك أي إلى ارتفاع الطلب القادر على الحد من ظاهرة اللاتضخم.

إن العامل الأساسي في هذه الآلية هو إذا ردة فعل الأعوان تجاه تعديل أرصدتهم النقدية الحقيقية، تأثيرها على الطلب يمكن أن ينقسم إلى أثر مزدوج:

(1) Arthur Cecil Pigou (1877-1947): اقتصادي بريطاني، مروج لأفكار Marshall وواحد من أساتذة مدرسة كامبريدج. أدخل في الاقتصاد مفهوم "الرفاه"، وشدد على ضرورة وجود بعض التدخل للدولة على مستوى توزيع المداخل، وهو صاحب "أثر بيجو" أو "أثر الأرصدة الحقيقية" الذي يؤسس علاقة بين الأصول الحقيقية أو الفعلية التي تحتفظ بها الأسر، والطلب على السلع الاستهلاكية.

(2) Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, pp 363- 364

- أثر Pigou:

تحت هذه التسمية يدل Patinkin في البداية على أثر الأرصدة الحقيقية حيث يبين أن ارتفاع أو انخفاض قيمة الأرصدة لديها تأثير مباشر على سوق السلع والخدمات حيث تؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض الطلب على السلع الاستهلاكية.

- أثر Keynes:

تعود إلى الميكانيزمات التي عرضها Keynes في كتابه "النظرية العامة"، ولكن اعتبرها Patinkin كجزء مندمج من النظرية النيوكلاسيكية. انخفاض الأسعار يؤدي إلى ارتفاع قيمة الموجودات النقدية المعبر عنها بقيم حقيقية، ومنه تؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود. سعر هذه النقود والمتمثل في معدل الفائدة يتجه نحو الانخفاض مما يشجع على الاستثمار. ومنه فإن الارتباط بين إعادة تقييم الأرصدة النقدية والطلب الإضافي في سوق السلع والخدمات يمر هنا عبر السوق النقدي.

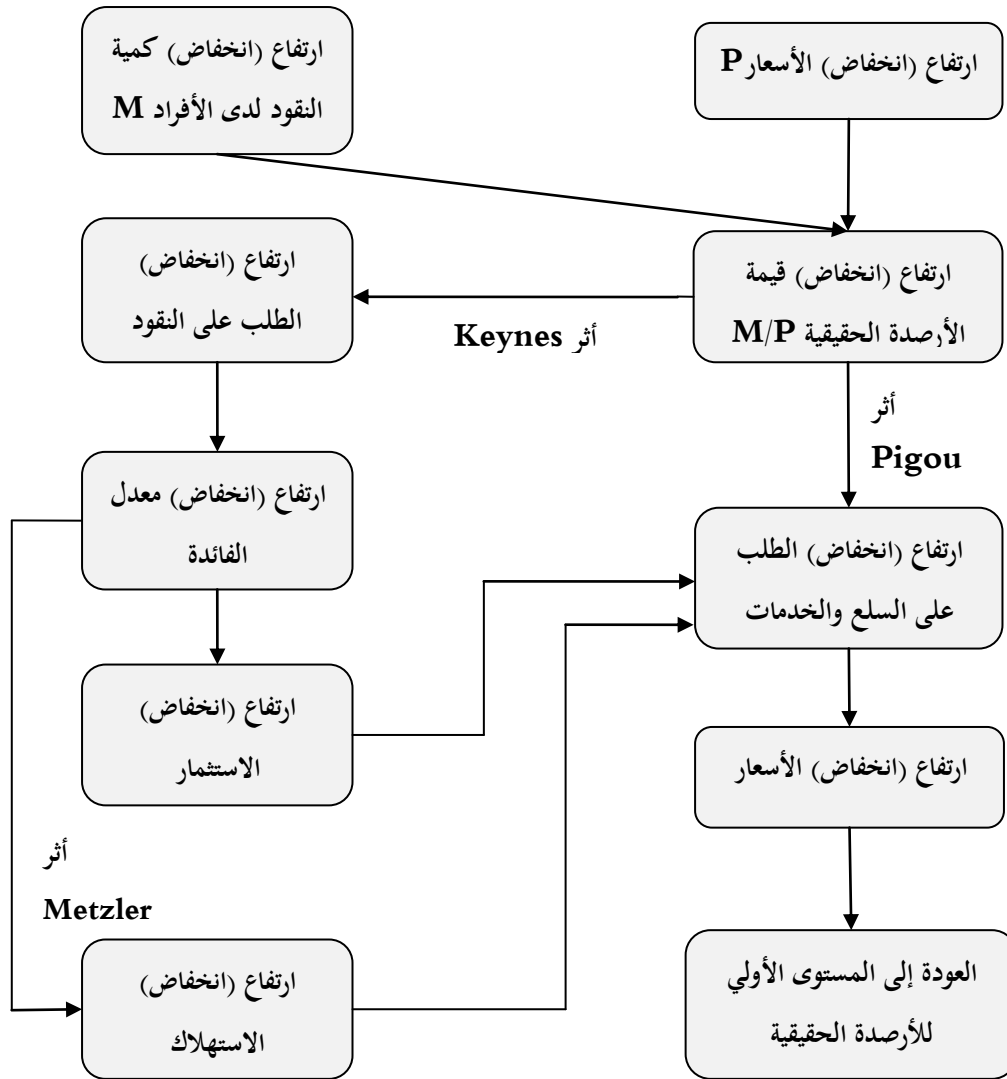
يمكن الجمع بين هذين الأثرين والاعتبار بأن انخفاض معدل الفائدة يؤدي إلى ارتفاع الاستهلاك، الذي يكون هنا أثر Metzler⁽¹⁾.

وعليه فإن أثر الرصيد الحقيقي يركز على فكرة أن النقود ما هي إلا شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة⁽²⁾.

⁽¹⁾ Lloyd Appleton Metzler (1913 - 1988): اقتصادي أمريكي، كان معروف بمساهماته في نظرية التجارة الدولية، قضى معظم حياته المهنية في جامعة شيكاغو، رغم أنه قال أنه لم يكن عضواً في مدرسة شيكاغو وإنما انتمى إلى المدرسة الكينيذية.

⁽²⁾ Gilles Jacoud, op.cit, p189

الشكل رقم (08): آلية أثر الرصيد الحقيقي

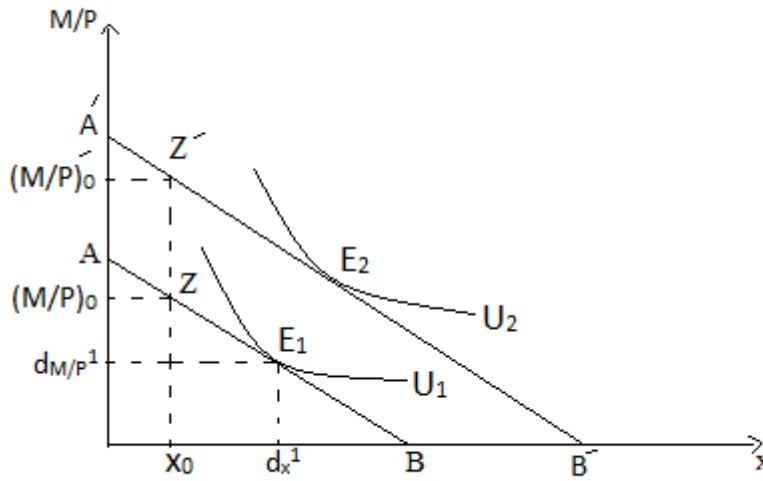


المصدر: Gilles Jacoud, op.cit, p188

2.1. أثر الرصيد الحقيقي بمصطلحات الاقتصاد الجزئي

إن أثر الرصيد النقدي الحقيقي يمكن أن يقدم في إطار النظرية التقليدية للمستهلك.

الشكل رقم (09): تمثيل الاقتصاد الجزئي لأثر الرصيد الحقيقي



المصدر: Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p364

مع الأرصدة الحقيقية M/p على المحور العمودي والسلع x على المحور الأفقي، منحنيات

السواء U المرتبطة بمستويات المنفعة التي يشعر بها العون الاقتصادي حيث أن $U_2 > U_1$.
القطعتين المستقيمتين AB و $\bar{A}\bar{B}$ يمثلان خطوط الميزانية التي لديها ميل يساوي العلاقة بين
الأسعار النقدية للسلع x والمستوى العام للأسعار. العون يملك مبدئياً رصيداً حقيقياً وكمية من

السلعة x الممثلة بالنقطة $Z \left[\left(\frac{M}{p} \right)_0, x_0 \right]$ الموجودة على خط الميزانية AB . يحصل هذا

العون على أكبر منفعة ممكنة في النقطة E_1 ، التي تمثل نقطة تماس بين خط الميزانية AB
ومنحنى السواء U_1 ، حيث يكون d_x^1 هو طلبه على السلعة x و $d_{M/p}^1$ هو طلب النقود. إذا
انخفضت الأسعار ومنها سعر السلعة x ، فإن خط الميزانية سوف ينتقل نحو اليمين إلى الخط

$\bar{A}\bar{B}$ ، والأرصدة النقدية المبدئية التي يملكها سوف يعيد تقييمها من $\left(\frac{M}{p} \right)_0$ إلى $\left(\frac{M}{p} \right)_0$ دون

تغيير كمية السلع التي يملكها. ومنه فإن الثنائية التي يحوزها أصبحت $\left[\left(\frac{M}{p} \right)_0, x_0 \right]$ الممثلة

بالنقطة Z' على خط الميزانية $\bar{A}\bar{B}$. تعظم المنفعة في النقطة E_2 مع ارتفاع الطلب على السلعة
وعلى الرصيد الحقيقي. حيث نجد هنا الفكرة التي تضمنتها التصريحات السابقة: ارتفاع القيمة

الحقيقية للأرصدة النقدية للعون يرفع من طلبه على السلع. ولكن هذا التقديم يبين لنا كذلك أن
الطلب على النقود قد تأثر. Fisher، Wicksell، و Pigou لم يلاحظوا أن أثر الرصيد الحقيقي
يؤثر على سوق النقود مثلما يؤثر على سوق السلع، لأنهم افترضوا من جهة أخرى أن الطلب على

الرصيد الحقيقي مستقل عن تغيرات الأسعار. في نظرة للتوازن العام، فإن تغيرات الطلب الناتج عن تغيرات القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية يعدل التوازنات في الأسواق ومنه نظام الأسعار النسبية.

3.1. أثر الرصيد الحقيقي بمصطلحات الاقتصاد الكلي

أثر الأرصدة الحقيقية يعبر عنه عادة بإدخال الأرصدة الحقيقية من بين المتغيرات المفسرة لدالة الاستهلاك الإجمالي (أو الادخار الإجمالي)، المشتقة الجزئية لهذه الدالة بالنسبة لـ M/P تكون ايجابية (أو سلبية في حالة الادخار):

$$C = f \left(\dots, \frac{M}{P}, \dots \right); \frac{\partial f}{\partial M/P} > 0$$

$$C = g \left(\dots, \frac{M}{P}, \dots \right); \frac{\partial f}{\partial M/P} < 0$$

ظهرت العديد من اختبارات الاقتصاد الحسابي أو الرياضي لهذا النوع من الدوال، أدت إلى نقاشات حول الصفة الأكثر أو الأقل معنى لمعامل الرصيد الحقيقي ($\frac{\partial f}{\partial M/P}$ أو $\frac{\partial g}{\partial M/P}$)... هذه الاختبارات التي قدمها العديد من الاقتصاديين مثل Mayer⁽¹⁾ (1959)... وغيرهم قد خلصت إلى نتائج ايجابية أو سلبية، دون أن يتمكن من الوصول إلى نتيجة نهائية حول تأكيد تأثير الأرصدة الحقيقية ميدانيا على الاستهلاك الإجمالي⁽²⁾.

4.1. شروط تحقق أثر الرصيد الحقيقي

إن التقديرات المختلفة لأثر الرصيد الحقيقي تفترض جميعها أن هذا الأثر يبدأ عبر تغير القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية، وعبر سلوك خاص بحائزي الأرصدة خلال فترة زمنية أكثر أو أقل طولا. نظرا لأن القيمة الحقيقية للأرصدة تعطى على الشكل M/P فإن بداية الأثر يمكن أن تتجم إما من تغير في العرض الاسمي للنقود M (مثلا عبر سياسة نقدية توسعية)، وإما من تغير المستوى العام للأسعار P (مثلا في وضعية تضخمية). أثر الرصيد الحقيقي يسمى أحيانا "أثر السيولة" في الحالة الأولى، و"أثر الثروة" الناتج عن تغير المستوى العام للأسعار في الحالة الثانية. هذه الاختلافات ليس لديها أهمية كبيرة في حد ذاتها يمكن أن تترجم ردود أفعال، ذات دوافع مختلفة، من قبل حائزي الأرصدة في الحالتين، ولكن ردود الأفعال هذه تقود في كل حالات الأسباب إلى نتائج متماثلة. إضافة إلى أن عاملي الانطلاق (M و P) يمكن أن يتدخل معا وفي نفس الوقت، مثلما تدل عليه الصيغة التالية المتحصل عليها من المرور عبر اللوغاريتم:

$$\Delta(M/P) = M/P (\mu - \pi)$$

$$\text{حيث: } \mu = \frac{\Delta M}{M} \text{ و } \pi = \frac{\Delta P}{P}$$

⁽¹⁾ Hans Mayer (1879-1955): اقتصادي نمساوي من تلاميذ Friedrich von Weiser في فينا.

⁽²⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, pp 364-365

إذا كان: $\mu - \pi = 0$ فإن القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية ثابتة لم تتغير، ولا يوجد أثر الرصيد الحقيقي. أما إذا كان: $\mu - \pi \neq 0$ فإن أثر الرصيد الحقيقي يمكن أن يتحقق، ومنطقيا لا يهم معرفة من أين يأتي هذا الأثر هل من μ أو من π أو من الاثنين.

إن رد فعل الأعوان تجاه تغير القيمة الحقيقية لأرصدهم هو العامل الأساسي لتحقيق أثر الرصيد الحقيقي. غياب الوهم النقدي ⁽¹⁾ التي ركز عليها Pigou، وكذلك غياب توقعات تراكمية لتغيرات السعر القادرة على أن تؤدي إلى سلوك "التسرب أمام النقود" (حالة التضخم الشديد)، هي شروط ضرورية لتحقيق هذا الأثر. كذلك يجب شرح الأسباب التي تقود الأعوان إلى اعتبار أن مستوى أرصدهم الحقيقية هي جد مرتفعة (أو جد منخفضة) ونقل هذا اللاتوازن نحو سوق السلع والخدمات. من الواضح أن هذه الأسباب قد أعطيت عبر تحليل الطلب على النقود، حيث نجدها على شكل التفريق بين مقارنة المعاملات ومقاربة الثروة. بالنسبة للبعض، مثل Wickcell أو Fisher، وعبر تفضيلهم لدور النقود كوسيط للتبادل، فإن الأعوان يحتفظون بعلاقة معينة بين طلبهم على الرصيد الحقيقي ونفقاتهم على السلع والخدمات من أجل "الراحة أو سهولة القيام بالمعاملات" التي تأتي من "الخبرة" مثلما كتب Fisher، وهو ما دفع إلى تسميتها بـ "أثر السيولة". أو بالنسبة للآخرين، مثل Patinkin، معتبرين أن القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية تدخل ضمن تعريف قيمة الثروة، فالشعور بأننا أكثر أو أقل غنى هو الذي يدفع الأعوان إلى تعديل طلبهم على السلع والخدمات (وهو ما دفع إلى تسميتها بـ "أثر الثروة") في حين أن كل من المقاربتين يحددان نفس الميكانيزم لاندماج النقدي-الحقيقي الذي يتجاوز تغيرات المفاهيم ⁽²⁾.

2. نتائج أثر الرصيد الحقيقي

أبعد من الميكانيزم البسيط للتوازن النقدي - الحقيقي، فإن أثر الرصيد الحقيقي يحتل مكانة جانبية في التحليل الاقتصادي، لأن أخذه بعين الاعتبار يؤدي إلى تجاوز أفكار كبيرة لمجموعة من الأعمال الاقتصادية والمتمثلة في النظرية الكينيزية والنظرية الولراسية. تجاوز Keynes يتمثل في التشكيك في استمرار البطالة الكينيزية وتجاوز Walras عبر التشكيك في التحليل الفاصل بين الدائرتين النقدية والحقيقية.

1.2. معارضة استمرار البطالة الكينيزية

Pigou (1943 - 1947) هو أول من لاحظ أهمية دور أثر الرصيد الحقيقي على مستوى الاقتصاد الكلي. حيث أن تحليله يسجل في إطار النقاشات اللاحقة لظهور "النظرية العامة" وأزمة

⁽¹⁾ غياب الوهم النقدي يعني أخذ الأفراد بعين الاعتبار التغيرات المحتملة في القدرة الشرائية للنقود، وأثر الرصيد الحقيقي يفترض غياب الوهم النقدي لأن الأفراد الذين يريدون الاحتفاظ ببعض القدرة الشرائية على شكل نقود، مما يؤدي بهم إلى رفع أو تخفيض أرصدهم تبعاً لتطور القيمة الحقيقية لهذه الأخيرة.

⁽²⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, p 367

سنوات الثلاثينات حول طرق "الخروج من الأزمة". في حين أنه بالنسبة لـ Keynes وجود توازن عام لنقص التشغيل يبين أنه لا توجد قوة داخلية لامتصاص البطالة، وهو ما يبرر التدخل الاقتصادي للسلطات العمومية، Pigou يبين أن أثر الرصيد الحقيقي يمثل قوة داخلية، مما يحد من ضرورة اللجوء إلى تدخلات السلطات العمومية. إن الأزمة تكون مصحوبة بانخفاض المستوى العام للأسعار الناتج عن عدم كفاية الطلب الإجمالي، هذا الانخفاض في الأسعار يرفع من القيمة الحقيقية للموجودات النقدية، وهو ما يدفع إلى زيادة الطلب الإجمالي، وارتفاع الطلب الإجمالي يمتد لامتصاص البطالة الكينيزية. هذا الصعود لرهانات السياسة الاقتصادية الناتجة عن ذلك، قد أنعش النقاش الاقتصادي الكلي بين الكلاسيكيين الجدد والكينيزيون الذي أطفأه نوعاً ما نجاح "النظرية العامة"، قد جعل من أثر الرصيد الحقيقي آلية داخلية لإعادة التوازن للاقتصاد، وهو ما يفسر أن هذا الأثر يسمى أحيانا "أثر Pigou" إضافة إلى التسميات التي تعرضنا لها سابقا.

2.2. معارضة الانفصال النقدي - الحقيقي

بغض النظر عن الكينيزيين "المتشددين" يجب أن نعرف أن التصريحات الأولى لأثر الرصيد الحقيقي لم تدم إلا فترة قصيرة لشرح النظرية الكمية، تعديل الطلبات على السلع بعد تغير القيمة الحقيقية للأرصدة النقدية تنعكس بسرعة على الأسعار، كانت هذه الأهداف الكبرى لتحليلات تلك المرحلة. إضافة إلى أنه من Wickssell إلى Pigou، مقاربات هؤلاء السابقين لم تسمح بتطوير الأسس الاقتصادية الجزئية لهذا الميكانيزم، فهي الوحيدة القادرة على معارضة الانفصال النقدي - الحقيقي للنظرية الولراسية، التي تعبر عن حيادية النقود أكثر من النظرية الكمية. يعود إلى Patinkin إتمام هذا التشكيك وقلب الترتيب السابق للأولويات: فأعماله جعلت من أثر الرصيد الحقيقي آلية مهمة للاندماج النقدي - الحقيقي من خلال وضع نهاية للانفصال النقدي - الحقيقي الولراسي وحيادية النقود، قبل أن تكون وسيلة لإعادة تفسير النظرية الكمية. بالنسبة لـ Walras فإن تغير المستوى العام للأسعار المفسر من قبل النظرية الكمية، ليس لديه أي تأثير على المتغيرات الحقيقية ولا يغير الوضعية المبدئية للتوازن العام. ويكون الأمر كذلك لأن دوال الطلب على السلع لا تتعلق إلا بالأسعار النسبية، وأن هذه الأخيرة لا تتأثر بتغير المستوى العام للأسعار بسبب فرضية التجانس⁽¹⁾. بعدما ساهم في توضيح التناقضات الداخلية لهذا التحليل الفاصل بين القطاعين النقدي والحقيقي، فإن Patinkin حل ذلك بإدخال مستوى الموجودات النقدية الحقيقية في دوال الطلب على السلع طبقاً لمنطق أثر الرصيد الحقيقي. هذا التعديل قد عمل في

(1) فرضية التجانس يعرفها Patinkin بعدم الحساسية المفترضة لدوال الطلب في القطاع الحقيقي لتغيرات المستوى المطلق للأسعار النقدية.

الواقع على تجاوز فرضية التجانس وفي نفس الوقت وضع حد للانفصال النقدي الحقيقي، لأن تغير في المستوى العام للأسعار، ومن خلال تأثيره على القيمة الحقيقية للأرصدة المملوكة سيؤثر بدوره على الطلب على السلع، ومنه نظام الأسعار النسبية. ويكون الأمر كذلك طالما أن الأرصدة الحقيقية لم تجد مستواها التوازني. وبصيغة أخرى، النقود ليست حيادية طالما أن أثر الرصيد الحقيقي موجود، وهذا الأخير يكون محقق طالما أن هناك لاتوازن بين طلب وعرض الأرصدة الحقيقية⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Bramoullé Gérard et Augey Dominique, op.cit, pp 369-371

المبحث الثاني: الاندماج بين الدائرتين المالية والحقيقية

"إن وظيفة بورصة القيم المنقولة هي ضمان تمويل الاقتصاد وذلك عبر الدعوة العامة للجمهور إلى الادخار، من خلال تنظيم تبادل الأوراق المالية للملكية (الأسهم) والأوراق المالية للدين الطويل المدى (السندات)⁽¹⁾"، مثلما تتضمنه الفكرة التي تتأسس التحليل التقليدي للأسواق المالية. وحسب هذه الأخيرة، فإن بورصة القيم المنقولة هي مؤسسة تساعد المؤسسات على الإنتاج بطريقة فعالة من خلال تزويدها برؤوس الأموال التي تحتاج إليها.

في هذه المقاربة النظرية فإن الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي يعتقد أنهما مكملين لبعضهما البعض وذلك بشكل أساسي، ويتم تقديم هذه الفكرة عبر نظرية النجاعة أو الفعالية التي ترى أن البورصة تقيم وبشكل صحيح الأصول المالية التي تسعر فيها، أي وفقا لقدرة المؤسسات على توليد أرباح حقيقية. ومنه وبفضل البورصة فإن القيمة الحقيقية للمؤسسات تصبح مكشوفة بالنسبة للمستثمرين، وهو ما يسمح بكراء أكثر فعالية لرؤوس الأموال.

من خلال هذا المفهوم الذي يسيطر على الفكر الاقتصادي الحديث، فإن التقييم المالي يبدو كأنه انعكاس وفي للاقتصاد الإنتاجي. ومنه إذا كانت المالية فعالة أو ناجعة فذلك لأنها بدون استقلالية، وعليه يمكن أن تكون كليا في خدمة الإنتاج من خلال وظيفتها للتمويل والتقييم في نفس الوقت. فبالنسبة لوظيفة التقييم فإن ملاحظة الأسواق المالية يجعلنا نشكك في هذه النظرة الإيجابية لنمط التمويل المباشر، فقد أظهرت الفقاعات المضاربة مثل " فقاعة الانترنت " إلى أي درجة يمكن لأسعار البورصة أن تتفصل عن الواقع الاقتصادي. أما بالنسبة لوظيفة التمويل نذكر أنه في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1995 - 2000 كان الإصدار الصافي للأسهم كان سالبا، ويعود ذلك أساسا لأهم برامج إعادة شراء الأوراق المالية، في الوقت الذي مارس فيه السوق المالي تأثير مهم على الشركات وعلى التنمية الاقتصادية بشكل عام⁽²⁾.

إن تاريخ الأسواق المالية الحافل بالأزمات والانهيارات المالية التي لا تتلائم مع نظرية الانعكاس أو نظرية الفعالية المالية، ومنه لابد من إعادة النظر في مفهومنا للمالية المباشرة أو مالية السوق، ومن أجل ذلك نقترح أن تكون نقطة الانطلاق من السيولة، والتي تمثل الوظيفة الأساسية للأسواق المالية. والبدء من السيولة يؤدي إلى تكوين مفهوم لمالية السوق بعيد جدا عن فكرة وجود تداخل أو ارتباط بين المالية والإنتاج الحقيقي، حيث سنركز اهتمامنا على سوق الأسهم.

(1) Lamy Pierre, (1995) : Les Bourses de valeurs, Economica : Paris, France, p 7

(2) Alphandéry Edmond, Cohen Daniel, Cohen Élie, Orléan André, Rochefort Robert, Stoffaës Christian et Touraine Alain, (2002) : Université de tous les savoirs – L'économie, le travail, l'entreprise, Odile Jacob : Paris, France, p 237

المطلب الأول: ارتباط مالية السوق بالاقتصاد الحقيقي عبر نظرية الفعالية المعلوماتية

1. الأساس النظري لفعالية الأسواق المالية

إذا فحصنا السهم من وجهة نظر مردوديته البحتة، أو بصيغة أخرى من وجهة نظر الفوائد النقدية الناتجة عن امتلاك سهم، يبدو وبشكل واضح أن حيازة سهم يعادل امتلاك تدفقات مستقبلية لحصص من الأرباح، ومنه لمعرفة قيمة سهم يكفي إيجاد مجموع الحصص من الأرباح التي سيسمح هذا السهم بالحصول عليها خلال سنوات قادمة. حتى يكون هذا الحساب دقيق يجب أن نأخذ بعين الاعتبار أن الدولار الذي سيتم الحصول عليه بعد n سنة لا يساوي من حيث القيمة دولار في هذا اليوم، ولكن يجب تقسيم الدولار على $(1+r)^n$ ، حيث: r هو معدل التحيين (taux d'actualisation) الذي يساوي معدل الفائدة للفترة المعنية. والقيمة المتحصل عليها على أساس هذا المبدأ تسمى "قيمة أساسية أو قيمة ضرورية أو حقيقية"، ولحساب هذه القيمة لا بد أولاً توقع الحصص المستقبلية من الأرباح التي سيتم توزيعها، ثم بعد ذلك ملاحظة معدل الفائدة الخاص بتلك الفترة من أجل حساب القيمة الحالية لهذه الحصص المتوقعة من الأرباح المستقبلية.

هناك فرضية ثانوية أو ملحقة متعلقة بمدة حياة المؤسسة، والتي يفترض إما أن تكون منتهية أو غير منتهية وغالبا ما يتم إدخالها، ومنه يمكن الحصول على صيغتين أو معادلتين قريبتين من بعضهما البعض. في الصيغة الأولى فإن القيمة الأساسية تساوي القيمة الحالية للتتابع الغير محدود للحصص من الأرباح المتوقعة. أما في الصيغة الثانية يؤخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية لمجموعة الحصص من الأرباح المتوقعة إلى غاية نهاية استغلال الشركة، مع إضافة قيمة الباقي الغير مستغل (القيمة المتبقية) لهذه المؤسسة عند نهاية استغلالها، مع حساب قيمتها الحالية. وهذا يعطينا وبالترتيب المعادلتين (1) و (2) التاليتين:

$$VF = \frac{d_1^{(a)}}{(1+r)} + \frac{d_2^{(a)}}{(1+r)^2} + \frac{d_3^{(a)}}{(1+r)^3} + \dots + \frac{d_n^{(a)}}{(1+r)^n} + \dots \quad (1)$$

$$VF = \frac{d_1^{(a)}}{(1+r)} + \frac{d_2^{(a)}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{d_n^{(a)}}{(1+r)^n} + \frac{V_n^{(a)}}{(1+r)^n} \quad (2)$$

حيث:

VF : تعبر عن القيمة الأساسية أو الضرورية للسهم

$(d_1, d_2, \dots, d_n, \dots)$: تعبر عن تتابع الحصص من الأرباح المتوقعة

V_n : هي القيمة المتبقية من المؤسسة في نهاية استغلالها

r : معدل التحيين ويساوي معدل الفائدة والذي يفترض أنه ثابت.

وبهدف الإشارة إلى أن بعض المتغيرات لا يتم ملاحظتها ولكن يتم توقعها فقط، وهي الحصص من الأرباح المستقبلية والقيمة المتبقية من المؤسسة، فقد تم إضافة الحرف a بين قوسين على شكل أس.

وكما هو واضح فإن العملية الحسابية المقترحة من قبل هاتين الصيغتين ليست سهلة التحقيق، حتى في المدى القصير، لأنه ليس من السهل توقع الحصص من الأرباح المستقبلية، فما بالك عن التوقع الذي يشمل عدة سنوات لاحقة؟ فمن جهة، فإن الحصص من الأرباح الموزعة ليست إلا جزء أو حصة من الأرباح، ولا يوجد أي سبب حتى يكون هذا الجزء ثابت، فمعدل توزيع الأرباح ينتج عن خيار استراتيجي من داخل المؤسسة ويمكن لهذا الخيار أن يعدل من سنة إلى أخرى. ومن جهة أخرى فإن الربح في حد ذاته غير أكيد، فهو يتعلق بالعديد من المعايير: الاقتصادية الكلية، الظرفية والهيكلية، وهذا ما يبينه وبشكل واضح كون أن الربح يتم الحصول عليه كرسيد لحساب الأرباح والخسائر.

أي تغير بسيط في شروط الاستغلال مثل الأسعار المطبقة أو الكميات المتبادلة سوف تنعكس كليا على قيمة الأرباح المحققة. هذه الحساسية الكبيرة للأرباح بالنسبة للمعايير الاقتصادية تجعل من التنبؤ بها أمر صعب، رغم أننا نجد الصيغتين (1) و(2) في كل الكتب المكرسة للمالية إلا أن الصعوبات التطبيقية لتنفيذها هي جد معتبرة⁽¹⁾.

حساب هذه القيمة من قبل المستثمر يطرح صعوبات كبيرة وذلك في إطار أن تدفقات الحصص من الأرباح المستقبلية هو مجهول بشكل واسع. فالمستثمر سيكون مضطر لتوقع هذه التدفقات بشكل ذاتي (غير موضوعي) وذلك تبعا للمعارف والمعلومات التي يملكها، ومنه فإن الأمر يتعلق بـ "كشف الغموض الذي يحيط بالمستقبل" وذلك من خلال تحليل دقيق للمؤسسة المعنية والاقتصاد الكلي الذي تكون هذه المؤسسة جزءا منه.

إن هذه العقلانية المبنية على القيمة الأساسية (rationalité fondamentaliste) المتجهة نحو الطبيعة هدفها هو توضيح حقائق موضوعية تتمثل في هذه الحالة الحصص المستقبلية من الأرباح الموزعة. وعليه إذا كان يجب أن نطلق "عقلانية مالية" على السلوك الذي يهدف إلى تعظيم الربح في البورصة، فإنه بالنسبة لنظرية الفعالية فإن العقلانية المالية تنقلص إلى العقلانية المبنية على

⁽¹⁾ Orléan André, (1999) : Le pouvoir de la finance, Odile Jacob : Paris, France, pp 17-19

القيمة الأساسية، أي من يحقق أرباح في البورصة في المدى الطويل هم المستثمرون القادرون على تشكيل أفضل التقديرات حول القيم الأساسية للأسهم⁽¹⁾.

يمكن تعريف أفضل توقع (تنبأ) بذلك التوقع الذي يستعمل بشكل صحيح المعلومة المتوفرة. وعليه فإن التوقع يفقد كليا طابعه الذاتي (اللاموضوعي) لأن المتغير الوحيد هو المعلومة المتوفرة وليست وجهات نظر الأعوان. ومنه فإن فرضية الفعالية المعلوماتية للأسواق المالية ترى أن السوق المالي هو فضاء تؤدي فيه المنافسة بين الأعوان العقلانيين في كل وقت إلى تشكل سعر يعكس وبشكل جيد القيمة الأساسية وذلك بالنظر إلى المعلومة المتوفرة⁽²⁾، وهو بالتحديد ما قاله Fama⁽³⁾ في 1965 عندما عرف مفهوم الفعالية المعلوماتية: "يقال عن سوق البورصة أنه فعال معلوماتيا إذا، وبالنسبة لكل المعلومات المتوفرة، أسعار الأوراق المالية هي مقدر جيد للقيمة الأساسية للشركات التي تمثلها"⁽⁴⁾.

2. إستراتيجية المستثمرين في البورصة وآلية استقرار السوق في نظرية الفعالية المعلوماتية

حسب هذه النظرية، تكون لدى المستثمرين نظرة موجهة حصريا نحو قدرة المؤسسات على تحقيق أرباح في المدى الطويل، ومن أجل ذلك فإنهم يأخذون بعين الاعتبار مجموعة واسعة جدا من المعايير، نذكر منها التنظيم الإنتاجي، التسيير، وضعية المنافسين، الطلب، التطور المتوقع في التكنولوجيا والوضعية الاقتصادية الكلية. وتسمى "أساسيات أو ضروريات الاقتصاد" وهي المعطيات التي تتعلق بها "القيمة الأساسية".

وانطلاقا من هذه الأساسيات (العوامل الأساسية)، يشكل كل مستثمر تقدير شخصي (خاص به) حول القيمة الأساسية للمؤسسات المسعرة في البورصة، هذا التقييم هو وبشكل واضح شخصي (غير موضوعي)، وذلك لأنه يتعلق بالطريقة التي يتوقع بها كل مستثمر التطورات الاقتصادية المستقبلية، في حين أن ما يراد حسابه هو متغير موضوعي مستقل عن تطورات السوق. ولهذا السبب فإن توقعات المتدخلين تكون موجهة وبشكل أساسي نحو الاقتصاد الحقيقي وليس نحو السوق⁽⁵⁾.

(1) Orléan André, (octobre 2004) : Efficience, finance comportementale et convention, une synthèse théorique, **Rapport du Conseil d'Analyse Economique- Les crises financières**, complément A, p 242

(2) Idem, p 243

(3) Eugene Fama: من مواليد سنة 1939، اقتصادي أمريكي ومؤلف "نظرية كفاءة الأسواق المالية"، وأعماله حول أسعار الأصول مكنته من الحصول على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 2013.

(4) Christian Walter, (2004) : Volatilité boursière excessive- irrationalité des comportements ou clivage des esprits?, **Revue d'économie financière- La volatilité des marchés financiers** (n°74), p 87

(5) Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, pp 22

إن إستراتيجية المستثمرين في البورصة تتمثل في: إذا كان السعر أكبر من القيمة الأساسية التي تم حسابها من قبل المستثمر، فإن هذا الأخير يبيع، وفي الحالة العكسية فإنه يشتري. وتسمى هذه الإستراتيجية في البورصة بـ "الإستراتيجية الأساسية أو الضرورية"، ويسمى المستثمرون الذين يتبعونها بـ "الأساسيون (fondamentalistes)".

ومنه نتحصل على تقديم للبورصة يشبه كثيرا ذلك الخاص بالأسواق العادية، فعلى مستوى أسواق معينة فإن الأعوان يحددون وضعيتهم انطلاقا من معطى موضوعي، وهـ و المنفعة الداخلية للسلعة المتبادلة. فعندما يرتفع سعر السلعة فإن الطلب ينخفض، وذلك ليس فقط لأن منفعة هذه السلعة تتغير، ولكن أيضا لأنه وبهذا السعر يمكن إيجاد سلع بديلة بمنفعة مماثلة وبتكلفة أقل. على مستوى سوق البورصة يحدث نفس الشيء، فارتفاع السعر يقود المتدخلين إلى تفضيل أوراق مالية أخرى مما يؤدي إلى انخفاض الطلب. ومنه وحسب المفهوم المبني على القيمة الأساسية فإن سوق البورصة حافظت على الخصائص الولراسية التقليدية، خاصة ما يسمى بقانون "العرض والطلب": علاقة عكسية بين السعر والطلب، وهذه الخاصية مهمة لأن استقرار السوق يتعلق بها. في إطار المفهوم الأساسي لسوق البورصة فإن آلية استقرار السوق تكون كالتالي: عندما يصبح سعر الورقة المالية أكبر من القيمة الأساسية، فإن ذلك يؤدي إلى انطلاق حركات بيع تقرب أو ترجع السعر وبشكل آلي إلى هذه القيمة الأساسية، ونفس الشيء عندما يكون السعر أقل من هذه القيمة. ويطلق اسم "فقاعة مضاربة" على هذه الوضعية أين نلاحظ فرق بين السعر الملاحظ والقيمة الأساسية. هذا التحليل المبني على القيمة الأساسية يجعلنا نلاحظ مستثمرين يتصرفون بشكل منعزل، أثناء قيامهم بحساب القيم الأساسية، عبر أفضل استخدام ممكن للمعلومات المتوفرة لديهم، ومنه يعدلون محافظهم المالية وفقا للأسعار التي يقترحها السوق⁽¹⁾.

لكي تكون فرضية الفعالية محققة ليس من الضروري أن يكون كل المستثمرين عقلانيين، أي يقيمون وبشكل صحيح الأوراق المالية طبقا لقيمتها الذاتية (الأساسية) باستخدام المعلومات المتوفرة، فالفعالية يمكن تحقيقها أيضا عند وجود مستثمرين غير عقلانيين، ويحدث ذلك عندما تكون تقديرات هؤلاء المستثمرين غير مترابطة بحيث أنه وحسب قانون الأعداد الكبيرة يتم تعويضها فيما بينها بشكل تناوبي فيلغي تأثيرها ويبقى السعر قريب من القيمة الأساسية. وحتى في حالة كون تقديرات هؤلاء المستثمرين الغير عقلانيين مترابطة (متناسقة)، فإنه يمكن أن تتحقق الفعالية وذلك بفعل إستراتيجية المراجعة الخاصة بالمضاربين العقلانيين. في الواقع عندما تكون هناك ورقة مالية مقيمة بأقل من قيمتها (أو بأعلى من قيمتها) فإن ذلك سيقود المضاربين العقلانيين إلى شراء (أو بيع) هذه الورقة المالية إلى غاية أن يرجع السعر إلى مستواه الأصلي.

⁽¹⁾ Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, pp 23

وإذا قام مضارب غير عقلاني بشراء أوراق مالية مقيمة بأعلى من قيمتها وبيع أوراق مالية مقيمة بأقل من قيمتها فسوف يؤدي ذلك وبالضرورة إلى خسارته للنقد، بشكل يجعل من قوى المنافسة تؤدي إلى إقصائه.

كما أن نظرية الفعالية ليست مكيفة لمن يبحث في الأزمات لأنها تدعم فكرة أنه في طبيعة المنطق المالي إنتاج قيم صحيحة، بالإضافة إلى أنها ترى أن الأزمات هي أساسا حوادث مؤقتة ناتجة عن عدم عقلانية عامة لدى الأعوان⁽¹⁾.

ما يهم بالنسبة لهؤلاء المستثمرين هي المعطيات الحقيقية أو الأساسية وليس سلوك المتدخلين الآخرين. ومنه فإن تنبؤاتهم تكون مبنية على واقع خارج عن السوق، وهي المردودية الحقيقية لاستثماراتهم. ومن جهة أخرى، ووفقا لقانون العرض والطلب فإن عملية مراجعة الأسعار هي التي تضمن تغير الأسعار الملاحظة حول القيمة الأساسية.

وللتذكير ليست كل أسواق السلع تعمل دائما وفقا لهذه الطريقة، ولرؤية ذلك يكفي الأخذ بعين الاعتبار الأسواق أين يتم تبادل ما يسمى بـ "سلع الموضة". بالنسبة لهذه المنتجات فإن المنفعة لم تعد معطى موضوعي مستقل عن السوق، بل إن ذلك يتعلق بسلوك المستهلكين الآخرين. في الواقع فإن منتجات الموضة تصبح مرغوبة أكثر كلما كان عدد المشترين مرتفع.

في وضعية معينة فإن قانون العرض والطلب لا يتحقق بالضرورة، فعندما يرتفع السعر يمكن للطلب أن يرتفع بدوره، حين يفسر كل عون أن ارتفاع السعر هو تعبير عن موجة شراء قوية، وهو ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع الرغبة في المنتج. ومنه على مستوى بعض الأسواق فإن الخصائص الولراسية لا تتحقق بالضرورة، حيث أن تغير سعر التوازن يمكن أن يؤدي إلى عملية تراكمية، حيث ارتفاع الطلب وارتفاع الأسعار يغذي أحدهما الآخر.

إن ما يميز هذه الوضعية عن ما يحدث في الأسواق التقليدية يمكن أن نلخصه فيما يلي: إن نوعية المنتجات المتبادلة في الأسواق التقليدية يتم تحديدها بشكل مستقل عن ما يحدث على مستوى السوق. أما في هذه الوضعية، فإن نوعية السلعة تتعلق بالمبادلات عليها وبسعرها: عندما يرتفع السعر فإن النوعية المقدرة للسلعة تتحسن بشكل يؤدي إلى ارتفاع الطلب عليها. في حالة ما إذا لم تعد النوعية خاصة متعلقة بالسلعة (خاصية داخلية)، ولكن تتعلق بسلوك المتبادلين، فإن السوق لن يحترم الخصائص الولراسية وهو ما يؤدي إلى ظهور حلقات مفرغة لارتفاع أو لانخفاض سعر

(1) Orléan André, Efficience, finance comportementale et convention, une synthèse théorique, op.cit, p244

المنتج: ارتفاع السعر يغذي نفسه بنفسه، لأنه يغير نوعية المنتج وذلك بجعله مرغوب فيه أكثر (أو أقل في الحالة العكسية)⁽¹⁾.

إن ما يميز سوق والراسي هو كون نوعية السلع متغير مستقل عن سلوك الأعوان، وإذا اعتمدنا المفهوم الأساسي أي المفهوم المبني على القيمة الأساسية في المالية، فإن نوعية الأسهم تلبي هذا الشرط: حيث يتم تحديدها بالقيمة الأساسية، التي لا تتعلق إلا بالمعطيات الحقيقية للاقتصاد. وفي الحالة العكسية، أي إذا اعتقدنا أن نوعية ورقة مالية تابعة لسعرها، ومنه فإن هذا البناء (المبني على القيمة الأساسية) يجب تعديله جذريا. فقيمة السهم هي مرتبطة وبشكل ضيق بحكم المجتمع المالي عليه، ومنه هناك مفهوم جديد كليا هو القيمة في البورصة، حيث أن الخصائص السابقة لاستقرار الأسواق لن تعود سارية المفعول⁽²⁾.

3. الحدود الداخلية لنظرية الفعالية المعلوماتية

هناك نتيجة توصل إليها Stiglitz⁽³⁾ في 1980 دائما في نفس إطار نظرية الفعالية المالية فإن المتعاملين في الأسواق المالية ليسوا مقيدين بالبحث عن المعلومة المرتبطة بالقيمة الأساسية وذلك من خلال الملاحظة المباشرة للاقتصاد الحقيقي. في الواقع، إذا كان السعر فعال فإن هذا الأخير يمثل مصدر بديل عن المعلومة، خاصة إذا كان الحصول عليها بشكل مباشر أمر مكلف، عندها يكفي وببساطة ملاحظة الأسعار. ولكن إذا كان الأمر كذلك فلن يسعى أي شخص للحصول على المعلومات، وعليه فإن السعر لن يكون فعال. ومنه فإن السعر الفعال لا يمكن أن يكون سعر للتوازن إذا كان الحصول على المعلومات مكلف وهو ما يمثل الحالة العامة. يبدو أنه في نفس إطار نظرية الفعالية فإن المستثمرين يمكن أن يكونوا مدفوعين وبشكل عقلاني إلى الاهتمام بالسعر نفسه.

هذه النتيجة تدفعنا للقول بأن العقلانية المالية المعرفة سابقا بالبحث عن أقصى ربح عبر الاستثمار في البورصة لا ترتبط بالضرورة بالعقلانية المبنية على القيمة الأساسية، حيث يمكن للمستثمر أن يكون عقلانيا إذا أخذ بعين الاعتبار ما يحدث في السوق (تطور الأسعار)، حتى وإن تعلق الأمر بظواهر لا يمكن تفسيرها بالمعطيات الأساسية. وهذا يعني أننا ابتعدنا عن نموذج يعتبر السوق وكأنه مكون من أفراد مستقلين، يقوم كل واحد منهم وبانفراد بحساب القيمة الأساسية اعتمادا على

(1) Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, p 24

(2) Idem, p 26

(3) Joseph Eugene Stiglitz: اقتصادي أمريكي من مواليد سنة 1943، تحصل سنة 2001 على جائزة نوبل في الاقتصاد، على عمل مشترك مع كل من George Akerlof و Michael Spence. وهو واحد من المؤسسين والممثلين الأكثر شهرة للكينزية الجديدة. واكتسب شهرته وشعبيته بعد الانتقادات العنيفة التي وجهها لـ FMI و البنك الدولي، بعد رحيله من البنك الدولي سنة 2000 أين عمل اقتصادي رئيسي فيه.

المعلومات المتوفرة لديه والتدخل على مستوى السوق على أساس هذا التوقع الوحيد. ومنه إدخال إمكانية التفاعل بين المستثمرين⁽¹⁾.

■ أهمية القيمة الأساسية

لكن هذه الصعوبات التطبيقية أو الميدانية لا يجب أن تقودنا إلى إهمال أهمية ما يريد هذا الحساب توضيحه، فالقيمة الأساسية أو الضرورية توضح بعد مهم في الإنتاج الرأسمالي، والمتمثل في كون أن قيمة رأس المال ليست إلا قدرته على تحقيق أرباح، حيث نرى أن القيمة الأساسية تشرح هذا الانشغال الأساسي للرأسمالي، والمتمثل في الأرباح المستقبلية. ما تقيسه القيمة الأساسية هو قدرة رأس المال على تحقيق أرباح، على تحويل قيمة مينة ودون ديناميكية ونشاط (سلع التجهيزات) إلى قيمة جديدة (أرباح). ومنه فإن القيمة الأساسية تعكس وجهة نظر المفاول أو المنتج الرأسمالي الذي يدير شركة ويبحث عن تحقيق مردودية لها.

من الواضح وبشكل عام أن قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح هو نتيجة مجموعة واسعة جدا من المتغيرات، يمكن أن نذكر منها استراتيجية المؤسسة، الإبداعات التقنية، تفضيلات المستهلكين، أسعار المواد الأولية ومستوى الأجور. وهذا التعقيد هو جوهر في اقتصاديات السوق، وذلك لأن تطور هذه الاقتصاديات هو نتيجة تعدد القرارات الفردية المأخوذة بشكل لامركزي، وهو ما يخلق عدم يقين وعدم شفافية أو عتامة فيما يتعلق بالنشاط المستقبلي. وعليه فإن الرأسمالية يجب أن تواجه هذه العتامة وهذا اللاتيقين.

يمكن أن نلمس أهمية ذلك بشكل خاص عندما يجب أن يأخذ قرار الاستثمار بالنسبة لمؤسسة ما، فهذا القرار الاستراتيجي يؤثر بشكل كبير على مستقبلها، فلا بد من التقرير في أي مجال ستستثمر، بأي كمية وابتاع أي تكنولوجيا. وعليه يبدو أن الصعوبات التي يواجهها حساب القيمة الأساسية ليست نتيجة أن معادلتها لم تكتب بشكل جيد، وإنما على العكس هذه الصعوبات هي تعبير واضح عن العوائق الحقيقية التي يواجهها رأس المال عندما يحاول التفكير في مستقبله. ومنه فإن فعالية الرأسمالية تتعلق بقدرتها على تجاوز هذه الصعوبات، وذلك من أجل تقليص عدم اليقين التجاري أو السلعي. فمن الضروري جدا بالنسبة لها توقع وبشكل دقيق التطورات المستقبلية بشكل يؤدي إلى عدم تبذير رأس المال من خلال الاستثمار في مشاريع غير منتجة أو غير ملائمة لرغبات المستهلكين. ومنه فإن عدم اليقين الذي يحيط بحساب القيمة الأساسية هو معطى موضوعي في الرأسمالية يجب عليها أن تواجهه.

(1) Orléan André, Efficience, finance comportementale et convention, une synthèse théorique, op.cit, p247

إن تقدير القيمة الأساسية يلبي حاجة ضرورية بالنسبة للمنتجين أو المقاولين لأن أي قرار استثمار يبنى على المقارنة بين مردود مختلف الاستراتيجيات حتى يتم الاحتفاظ بالإستراتيجية الأكثر مردود. وصعوبة حساب القيمة الأساسية تكشف النقص المعلوماتي الذي يميز الإنتاج السلعي، الذي يسمى بعدم اليقين أو عدم الشفافية. ومن يتحمل عبأ كشف هذا اللابيقين أو اللاشفافية فانه سيحقق فعالية في كراء رؤوس الأموال في المجتمع السلعي. حسب تعريف واسع الانتشار فان هذا الدور يعود إلى أسواق الأسهم، وهو ما منحها مكانة مهمة، فقد تم اعتبارها كمثل يجمع المعلومات، يترجمها وينتج تقدير ملائم عن القيم الأساسية.

إن نظرية الفعالية أو النجاعة قد ذهبت إلى أبعد من ذلك، حيث أخبرتنا أنه وبهذه الطريقة يتم إنتاج أحسن تقدير ممكن عن القيمة الأساسية بالنظر إلى المعلومات المتوفرة. وفي عالم التجارة الذي يسيطر عليه عدم اليقين فان هذا النشاط لجمع المعلومات، للتوقع وللحساب هو الذي جعل من الأسواق المالية مهمة، فبفضل هذه الأخيرة يمكن أن نتغلب على "الجهل بالمستقبل"⁽¹⁾.

وعليه فان فرضية الفعالية المعلوماتية تشكل نظرية تكون فيها المالية انعكاس وفي (تام) للاقتصاد الإنتاجي (الاقتصاد الحقيقي). حيث أنه في هذا الإطار النظري تكون القيمة الأساسية موجودة مسبقا وبشكل موضوعي في الأسواق المالية، وهذه الأخيرة يتمثل دورها الأساسي في إعطاء تقدير لها (القيمة الأساسية) يكون أكثر دقة ومصدر ثقة. في هذه الرؤية فان التقييم المالي لا يملك أي استقلالية وعليه يمكن أن يكون كليا في خدمة الاقتصاد الإنتاجي من خلال تزويده بالإشارات التي تجعل من رأس المال يستثمر أين يكون أكثر مردودية⁽²⁾.

(1) Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, pp 19 – 22

(2) Orléan André, Efficience, finance comportementale et convention, une synthèse théorique, op.cit, p

المطلب الثاني: انفصال مالية السوق عن الاقتصاد الحقيقي عبر المضاربة

1. العلاقة بين السيولة والمضاربة

1.1. تعريف المضاربة

قدمت النظرية التقليدية مفهومين للمضاربة، حسب المفهوم الأول فإن الأصل في المضاربة هو وجود أعوان بدرجات مختلفة من الرغبة في تحمل الخطر، فمن يرغب في تحمل المخاطر يكون مضارباً، ومن يتجنب المخاطر يكون متحوطاً، فإن السوق المستقبلية لها دور اجتماعي مفيد، إذ تحول مخاطر الأسعار من المتحوظين الذين لا يرغبون في تحمل مخاطر عالية، إلى المضاربين الذين يتحملون مخاطر عالية. ومنه فإن الوظيفة الاجتماعية للمضاربة تكون مماثلة لتلك التي يؤديها التأمين⁽¹⁾.

المفهوم الثاني يقوم على وجود متعاملين يملكون أحسن المعلومات، وباستخدام هذه المعلومات يمكن لهم تحقيق أرباح عبر المضاربة. وهذا يعني أن المضاربة تحسن دقة الأسعار عبر إدماج كل المعلومات الصحيحة المتوفرة. ويرتبط اسم J.Hirshleifer⁽²⁾ بهذا المفهوم الأخير، واسم كل من J.Hicks و J.M.Keynes بالمفهوم الأول.

بالنسبة لـ Keynes هذه النظرة إلى المضارب كأنه عون مستعد لتحمل الأخطار قد اختفت كلياً من النظرية العامة لأنها تشوه أفكاره المتعلقة بالمفهوم الجديد للمضاربة الذاتية المرجع. ففي النظرية العامة، يرى Keynes أن الميل إلى تبني سلوك مضارب غير مرتبط بالميزات الفردية، سواء كان الأمر يتعلق بالنفور من الخطر أو غيره. فالمضاربة هي الاستجابة الطبيعية من قبل الأعوان للقيود الاجتماعية التي يفرضها عليهم تطور السيولة، ومنه فهي السلوك المناسب لوجود سوق مالي منظم وواسع⁽³⁾.

وعرفها Nicholas Kaldor⁽⁴⁾ بـ: "شراء أو بيع سلعة بنية إعادة البيع (أو إعادة الشراء) في تاريخ لاحق، عندما تكون هذه الحركة مدفوعة بأمل تعديل السعر الساري المفعول، وليس بالفائدة

⁽¹⁾ الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، (2007): المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة- تحليل اقتصادي وشرعي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20 (العدد 01)، ص 6

⁽²⁾ Jack Hirshleifer (1925-2005): كان اقتصادي وأستاذ أمريكي في جامعة كاليفورنيا، ثم لوس انجلوس لمدة طويلة. كان معروف بأعماله حول عدم اليقين والمعلومة في الاقتصاد، التحليل الاقتصادي للصراعات، والاقتصاد الحيوي (bioéconomie)، وصاحب كتاب "نظرية الأسعار والتطبيقات".

⁽³⁾ Orléan André, (1988): L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, Cahiers d'Economie Politique (n° 14-15), p 232

⁽⁴⁾ Nicholas Kaldor (1908-1986): اقتصادي بريطاني، اقترح انطلاقاً من النظرية الكينزية نموذج يرتكز على دور التوزيع، وحسب هذا النموذج فإن النمو الاقتصادي هو مصدر المكاسب الإنتاجية. حارب كثيراً السياسة الاقتصادية لـ Margaret Thatcher.

المرتبطة باستعمال هذه السلعة⁽¹⁾. هذا التعريف مطابق مع ذلك الخاص بـ Keynes : "المضارب هو ذلك الذي يتصرف على أمل تحقيق فائض قيمة وليس لتحقيق دخل"⁽²⁾.

إن إستراتيجية المضاربة لا يكون الهدف منها الحصول على مداخيل تنتجها الورقة المالية طيلة فترة حياتها، وإنما هي عملية شراء اليوم من أجل البيع غدا (أو العكس) وذلك بهدف تحقيق أرباح في رأس المال. ومنه فإن المتغير الأساسي الذي يقيد هذه الإستراتيجية هو توقع سعر الفترة اللاحقة، حسب ما إذا كان أقل أو أعلى من السعر الحالي (سعر الفترة الحالية) ستكون هناك أوضاع مضاربة على ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

يبدو أن المضاربة أو التفاوض و السيولة، هما وجهين لواقع واحد. فإذا كان الأصل بمجرد اكتسابه يصبح غير قابل للتفاوض، فإن كل عملية مضاربة ستصبح مستحيلة. ومنه فإن المتعاملين في السوق المالي لن يكون لديهم خيار آخر إلا انتظار المبلغ الغير منتهي للأرباح الموزعة. في هذه الحالة فإن القيمة التي تفرض عليهم تساوي القيمة الأساسية ماثما جاءت في المعادلة (1) أو (2). إذا حدث العكس، حيث في الفترة اللاحقة تم افتتاح سوق أين يمكن التفاوض على الأصل، ومنه ستصبح المضاربة ممكنة، فبدلاً من الاحتفاظ بالأصل، فإن المتعامل الذي اشتراه خلال الفترة t ، يمكنه أن يقرر الحصول على الربح الموزع d_t ثم إعادة بيع الأصل خلال الفترة $t+1$ ⁽³⁾.

إلى جانب القيمة الأساسية، فإن ملاحظة الأسواق المالية يبين لنا وجود شكل آخر للتقييم (قيمة أخرى) يسمى بـ "التقييم المضاربي"، الذي يتمثل في الأخذ بعين الاعتبار أثر تغيرات السعر على المردودية المالية. إذا افترضنا أنه في الفترة t يقوم مستثمر بشراء سهم بالسعر P_t ، وعليه ماذا سيجلب P_t دولار لهذا المستثمر في الفترة $t+1$ ؟

من جهة سيتحصل المستثمر على حصته من الأرباح الموزعة d_t ، ومن جهة أخرى هناك الربح أو الخسارة في رأس المال الناتجة عن تغير السعر، ومنه فإن المردودية الكلية لهذا الاستثمار ستكون متعلقة بهذين المتغيرين. إذا افترضنا لتبسيط الفكرة أنه في الفترة t يكون المستثمر على دراية بقيمة حصته من الأرباح التي سيتم توزيعها، ولكنه يجهل سعر السهم في الفترة اللاحقة، ومنه يمكن له أن يحسب مردوديته المالية المتوقعة، التي يرمز لها بـ $R_t^{(a)}$ طبقاً للمعادلة (3) والمكونة من صيغتين: الحصة من الأرباح الموزعة وفائض القيمة المتوقعة بالنسبة للمبلغ المستثمر P_t دولار، وهو ما يؤدي إلى:

(1) Plihon Dominique, (2004) : Les désordres de la finance – crises boursières, corruption, mondialisation, Universalis : Paris, France, p 109

(2) Keynes John Maynard, op.cit, p 171

(3) Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, p 229

$$R_t^{(a)} = \frac{d_t}{P_t} + \frac{P_{t+1}^{(a)} - P_t}{P_t} \quad (3)$$

حيث P_t : يمثل سعر الأصل في الفترة t
 و $P_{t+1}^{(a)}$: هو السعر في الفترة $t+1$ كما يتوقعه المضارب.
 والصيغة $P_{t+1}^{(a)} - P_t$: تمثل الربح المتوقع في رأس المال.
 و d_t تمثل قيمة الحصة من الربح الموزع خلال الفترة t .
 إذا ارتفع أو انخفض سعر السهم في الفترة اللاحقة فإن المستثمر سيحقق إما فائض قيمة أو نقص قيمة في المدى القصير، وسيساهم ذلك في تحقيق ربح أو خسارة في المردودية المالية الإجمالية.
 إن الأفراد الذين وضعوا كهدف لهم تعظيم المردودية المالية في المدى القصير، سيكونون مهتمين بالتغيرات المتوقعة في الأسعار، مثلما تبينه الصيغة (3) التي تتعلق أساسا بتوقع سعر المرحلة اللاحقة $P_{t+1}^{(a)}$.

انطلاقا من هذا السلوك يمكن أن نستخرج تقييم للورقة المالية. إذا افترضنا أن المستثمرين حياديين بالنسبة للخطر وأنهم يرجحون أو يختارون بين هذا السهم وورقة مالية دون خطر (سند) تجلب معدل فائدة r ، ومنه فإن سعر السهم في اللحظة t يساوي:

$$P_t = \frac{P_{t+1}^{(a)}}{(1+r)} + \frac{d_t}{(1+r)} \quad (4)$$

هذا التقييم المبني على الأخذ بالحسبان المردودية المالية يعطينا تقييما للسعر، الذي بدل من أن يتعلق بالحصص من الأرباح فقط، مثلما هو الحال بالنسبة للقيمة الأساسية، هو تابع أساسا للسعر المتوقع في مرحلة أو فترة لاحقة. وهذه القيمة تسمى بـ "القيمة المضاربة"، والمستثمر الذي يكون هدفه تعظيم المردودية المالية يسمى "مضارب"⁽¹⁾.

2.1. التناقض بين الواقع المالي والواقع الإنتاجي (بين القيمة الأساسية والقيمة المضاربة)

إن التناقض بين الواقع المالي والواقع الإنتاجي يتضح من التناقض بين القيمة الأساسية والقيمة المضاربة، عبر التقديرات التي تنتجها، ليس تناقض كمي بقدر ما هو كيفي، ويمكن ذلك في الأوضاع أو المعارف المستخدمة: فالتوجه نحو الخارج (خارج السوق) بالنسبة للمستثمر الذي يعتمد على القيمة الأساسية، يتعارض مع التوجه نحو الداخل (داخل السوق) بالنسبة للمضارب، فالأول يتفحص الاقتصاد الحقيقي في حين أن الثاني يتفحص السوق نفسه. فما يهم بالنسبة للمضارب هي الطريقة التي سيتطور بها السعر في الفترة اللاحقة من خلال اعتقادات السوق، وما

⁽¹⁾ Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, p 26

يريد المستثمر المعتمد على القيمة الأساسية أن يفهمه هو المعطيات الأساسية أو الحقيقية التي يمكن من خلالها فهم حركة الاقتصاد الحقيقي. ومنه هناك ازدواجية في التقييم، حيث أن ملاحظة الأسواق المالية تبين أن وجهتي النظر هاتين حاضرتين معا وفي وقت واحد على مستوى هذه الأسواق⁽¹⁾.

من المهم التذكير أن هذه الازدواجية في التقييم هي في قلب التحليل الكينزي لأسواق الأسهم، حيث يميز Keynes بين نوعين من السلوك هما "المضاربة" و "المؤسسة". ويعرف المضاربة بـ "النشاط المتمثل في توقع بسلوكية السوق" والمؤسسة بـ "النشاط المتمثل في توقع المردودية المالية للأصول أثناء كل فترة تواجدها"⁽²⁾.

في المضاربة يتم حساب القيمة P_t وفقا للمعادلة (4)، وفي المؤسسة يتم تقدير القيمة VF وفقا للمعادلة (1) أو (2) ويبدو أن التناقض بين هاتين القيمتين هو من طبيعة نوعية، وذلك يعود إلى الطريقة التي يتأسس بها التوقع، وإلى نوعية المعلومة المستخدمة. فتوقع السعر P_{t+1} يتم من قبل المضارب انطلاقا من ملاحظة السوق، وتوقع d_{t+n} يتم انطلاقا من ملاحظة الطبيعة.

إن خارجية المؤسسة تتعارض مع داخلية المضاربة. في سلوك المؤسسة فإن العون يدقق النظر في الطبيعة، بمعنى مجموع الشروط الموضوعية التي تحدد قيمة رأس المال المادي (التكنولوجيات المستعملة، الموارد المتوفرة، أذواق المستهلكين،...) من أجل حساب الأرباح الموزعة d_{t+n}^a . أما بالنسبة للمضارب فإنه يهتم بسلوك المتعاملين الآخرين حتى يستنتج P_{t+1}^a ، فليس المهم بالنسبة له المعنى الداخلي للمعلومة وإنما الطريقة التي يتصرف بها المتعاملين الآخرين إزاء هذه المعلومة⁽³⁾. في هذه الازدواجية في التقييم: القيمة الأساسية والقيمة المضاربة، نلاحظ أنه في القيمة الأساسية يأخذ بالحسبان انشغالات مسيري المؤسسات الذين يهتمون بمردودية الإنتاج، ولهذا السبب فإن هذه القيمة ترتبط أساسا بواقع المؤسسة. أما النشاط المضاربي فهو مختلف كلياً لأنه متمركز حول السوق، والطريقة التي تؤثر بها بسلوكية السوق على التطور المستقبلي للأسعار. وبصيغة أخرى فإن المؤسسة هي سلوك داخل البورصة يتكيف مع منطق تقييم رأس المال الإنتاجي بينما المضاربة تعتمد وبشكل كبير على منطق السوق⁽⁴⁾.

هذا التقييم المزدوج يعود إلى ازدواجية الأصل: فبالنسبة للمؤسسة يعالج الأصل كأنه رأس مال مادي ثابت، كأنه واقع ملموس، كأنه نشاط إنتاجي. أما في المضاربة يتم الاهتمام بالسيولة، حيث يبدو الأصل كأنه علامة قابلة للمتاجرة. بالنسبة لـ Keynes هذين البعدين مختلفين تماما، فثبات رأس

(1) Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, p 27

(2) Keynes John Maynard, op.cit, p 170

(3) Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, p 230

(4) Orléan André, Le pouvoir de la finance, idem, pp 28

المال هو معطى ملموس، موضوعي. أما السيولة فهي عبارة عن معطى اصطناعي، واختراع إنساني، حيث لا يرتبط بها أي شيء في العالم الحقيقي، ففي التفاوض ما يهم هو رأي الآخرين بغض النظر عن صحته⁽¹⁾.

3.1.3.1. اصطناعية السيولة

السهم هو ورقة مالية للملكية تمثل رأس مال إنتاجي ثابت، يتم تقييمه تدريجيا خلال الزمن وفقا لسيرورة الإنتاج وتصريف السلع. عندما يكون ثبات رأس المال كلي فان ذلك يمثل بالنسبة لمالك الأسهم مصدر محتمل للعديد من الصعوبات، ففي حالة حاجة غير متوقعة لرأس المال، يمكن للمساهم أن يجد نفسه في ضائقة مالية، وذلك بسبب عدم قدرته على تحويل رأس ماله إلى نقود سائلة. فمن أجل إلغاء هذا القيد المرتبط بثبات رأس المال، تم خلق أسواق الأسهم ومنه جعل الأسهم سائلة.

فالأسهم كونها تمثل رؤوس أموال إنتاجية ثابتة كليا لا يفترض أن تكون سائلة، لأن ذلك هو عكس طبيعتها الحقيقية. ومنه فان العالم الذي تخلقه السيولة هو عالم اصطناعي، وذلك فيما يتعلق بالمبادلات التي تسمح بها هذه السيولة، والتي ليس لها مقابل في جانب الإنتاج الحقيقي، فعندما يتنازل مساهم عن أسهمه، فان رأس المال لا يتحرك عن مكانه، كما أن العوائق الخاصة بالإنتاج لا يتم إضعافها.

السيولة لا ترتبط إلا بواقع محلي، فلكي يستطيع فرد أن يبيع أصل مالي، لابد أن يشتريه شخص آخر. ولكن بالنسبة للسوق نظرا لكونه مجموعة أو وحدة كلية، لا يمكن له أن يتخلص من الورقة المالية. وبصيغة أخرى لا توجد سيولة على المستوى العام لمجموع المساهمين، فمهما كانت حركات البيع والشراء، فان كمية الأوراق المالية تبقى ثابتة، ونفس الشيء بالنسبة لرأس المال المسعر، الذي يبقى ثابت في شكله كرأس مال إنتاجي. ولهذا السبب، فان الإرادة الجماعية خلال الأزمات للتخلص من الأوراق المالية تؤول إلى الفشل، وتؤدي إلى انهيار كبير في الأسعار أكثر من أي وقت، حيث لا يمكن أن يكون عدد البائعين أكثر من المشترين، وهذا ما يسمى بـ "تناقض السيولة"⁽²⁾.

لقد أشار Keynes إلى اصطناعية السيولة حيث كتب:

"في غياب بورصات القيم المنقولة لا يوجد أي دافع لكي نحاول إعادة تقييم وبشكل متكرر الاستثمارات التي التزمنا بها، ولكن البورصة تعيد تقييم كل يوم عدد كبير من الاستثمارات، حيث

(1) Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, p 231

(2) Orléan André, (2004) : La Bourse est-elle au service de la production ?, **Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003/2004 - La finance pour quoi faire ?**, Association d'Economie Financière : Paris, France, pp 52 -53

أن هذه القيم توجه إلى الأفراد (ولكن ليس للمجموعة ككل) فرص متكررة لمراجعة التزاماتهم. مثلما هو الأمر بالنسبة لمزارع، بعد أن تفحص حالة الطقس أثناء فطور الصباح، قرر بين العاشرة والحادية عشر، أن يسحب رأسماله من الاستثمار الفلاحي، ثم قرر لاحقا خلال الأسبوع أن يعيد استثمارها في الاستثمار الفلاحي من جديد⁽¹⁾.

أيضا الازدواجية (مؤسسة/مضاربة)، تُعرف بالازدواجية (حقيقي/صناعي)، فإذا كانت القيمة الأساسية ترتبط بالتقدير الصحيح فان القيمة المضاربة لا تهتم بالمعلومات المتطابقة مع الشروط الحقيقية للنشاط الإنتاجي، وإنما تهتم فقط بسلوك مجموع المتعاملين. كذلك Keynes يواجه بين جدية المؤسسة وطابع التسلية الغير مسؤول نوعا ما للمضاربة، حيث شبه البورصة بـ "الكازينو"⁽²⁾.

الجدول رقم (01): تعريف المضاربة الكينيزية بجملة من التناقضات

المضاربة	المؤسسة
داخلية (التوجه نحو أو داخل السوق) تفحص السوق السيولة اصطناعي (وجهة نظر المتعاملين)	خارجية (التوجه خارج السوق) تفحص الطبيعة (الشروط الحقيقية للإنتاج) ثبات رأس المال حقيقي (القيمة الأساسية)

المصدر: Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, p231

وعليه يمكن أن نلمس الفرق بين الواقع المالي والواقع الإنتاجي، بين السيولة وثبات رؤوس الأموال. بالنسبة لـ Keynes فان السيولة تغرق المتعاملين في عالم اصطناعي، أين يفقد هؤلاء المتعاملون الإحساس بالقيود الإنتاجية، ولا يركزون إلا على البحث عن الأرباح المضاربة الصافية. وبعيدا عن السماح بإنتاج أكثر فعالية، فان السيولة تنسي الأعوان أن رأس المال ثابت وأنه لا يحقق مردود إلا على المدى الطويل⁽³⁾.

لفهم ذلك نعتبر أن هناك تنظيم مالي غير أكيد أو مشكوك فيه، حيث إذا تم اكتساب أوراق مالية للملكية (أسهم) لا يمكن إعادة بيعها. وعليه فان المعادلة رقم (4) تصبح في هذه الشروط غير مناسبة، لأنه في غياب سوق يتم فيه المتاجرة بالأسهم لن يبقى بالنسبة لمالكي الأسهم إلا مصدر وحيد للمردودية وهو الحصص من الأرباح الموزعة من طرف المؤسسة. عندما تكون الورقة المالية ثابتة كليا، أي دون إمكانية المتاجرة بها، لن يبقى إلا سلوك المؤسسة، فإذا كانت الشركة المصدرة

(1) Keynes John Maynard, op.cit, p 163

(2) Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, p 231

(3) Orléan André, La Bourse est-elle au service de la production ?, op.cit, p 53

لأسهم تحقق أرباح مهمة، فإن المستثمرين في أسهمها سيحققون مردودية مرتفعة، وفي الحالة العكسية فإن المردودية إما ستكون ضعيفة أو معدومة.

في إطار هذا التنظيم المالي فإن المردودية المالية تتعلق بقدرة المستثمر المالي على التوقع الدقيق أو الصحيح للحصص من الأرباح المستقبلية، ومنه فإن المقارنة بين استثمارات، مثلا سهم الشركة F وسهم الشركة G تتلخص في مقارنة قيمتهما الأساسية، وهذه القيمة الأساسية تتعلق بكل المعلومات المناسبة. ومنه فإن هذا التنظيم المالي يحث الأعوان وبقوة على إجراء توقعات أو تنبؤات دقيقة حول الحصص المستقبلية من الأرباح لأنها المصدر الوحيد للمردودية، ومنه سوف تختفي المضاربة ولن يبقى إلا سلوك المؤسسة.

نلاحظ أنه في قلب هذا التنظيم المالي المشكوك فيه، ملاحظة أن بعض المستثمرين يتدافعون على أصل مالي ما ليس لديه أي تأثير محفز على المستثمرين الآخرين، إضافة إلى أن حركة الشراء هذه ستؤدي إلى ارتفاع السعر الذي يجعل من الاستثمار المعني أقل أهمية. في الواقع فإن الشيء الوحيد المهم بالنسبة للمستثمرين هو واقع الحصص من الأرباح المستقبلية، حيث أن التفوق المالي مرتبط كلياً بهذا المعيار الوحيد، وما يفعله الآخرون ليس لديه هنا أي تأثير على هذا المتغير الموضوعي والخارج عن السوق، فكون أن هناك العديد من الذين يحوزون هذه الورقة المالية لن يغير شيء من مردوديتها.

بالنتيجة وفي هذا التنظيم المالي فإن تعظيم الربح يفرض على المستثمرين توقع القيمة الأساسية للمؤسسات بأكثر دقة ممكنة من جهة، وعدم الأخذ بعين الاعتبار سلوك المستثمرين الذين يملكون القليل من المعلومات فقط أو الجاهلين لها تماماً، ومنه فإننا نتحدث عن "العقلانية المبنية على القيمة الأساسية". ومن جهة أخرى فإن هذا الإصرار على التوقع الدقيق للحصص المستقبلية من الأرباح لديه آثار حسنة على الإنتاجية العامة للاقتصاد، لأنه يسمح بتوجيه الموارد وبفعالية نحو القطاعات الصناعية المتفوقة.

إن هذا التنظيم المالي المشكوك فيه نظراً لأنه يحرم أو يمنع قابلية المتاجرة بالأوراق المالية فإنه يطابق أو يماثل بين المستثمر المالي والمقاول أو المنتج بشكل سلطوي، ويقضي على كل فكرة للمضاربة. ونظراً لأن الورقة المالية ثابتة أو غير متحركة كلياً فإنه لا يمكن تمييزها عن رأس المال المادي الذي تمثله، دون القدرة على الاستقلالية منه. وما هو مرفوض تماماً في هذا التنظيم المالي هو سيولة الأوراق المالية، في حين أن هذه الأخيرة هي التي تجعل من المالية نشاطاً مستقلاً، وهي التي تفصل بين القيمة الأساسية والسعر في البورصة. إن الرغبة في السيولة تعود إلى رغبة أو إرادة الدائنين في التحرر من القيود التي يفرضها رأس المال المادي على عملية تحقيق قيمة. هذه

الرغبة سوف تولد شكل خاص من العقلانية مستقل عن العقلانية المبنية على القيمة الأساسية، والذي منه تنتج المضاربة.

وعليه فإن المضاربة هي الشكل الأكثر صفاء للتعبير عن السيولة، فإذا كان هدف التنظيم المالي هو إنتاج تقدير يكون محل ثقة عن القيمة الأساسية كان عليها وبكل بساطة تحريم قابلية المتاجرة بالأوراق المالية، ولكن الوضع مختلف فما يبحث عليه المستثمرون قبل كل شيء هو السيولة، فالأسواق قد وجدت أساسا لتحقيقها، وصحة قيم البورصة ليست إلا هدف ثانوي. وهذه الفرضية مهمة لأنها تبين أهمية السيولة في أعين المستثمرين⁽¹⁾.

2. سيطرة المضاربة على حساب الاقتصاد الحقيقي في الأسواق المالية السائلة

إن المضاربة في الأسواق المالية المتطورة ستسيطر حتما على المؤسسة، وهذا يعني أن القيم التي تنتجها سوف تبتعد حتما عن القيم الأساسية. وتحت هذه الشروط فإن المنطق المالي لن يستطيع أن يقدم لبقية الاقتصاد الإشارات التي تسمح بالاختيار المناسب للاستثمارات، لأن المعلومات التي يعكسها لا تعبر عن شروط النمو في المدى الطويل، وإنما تعبر عن الحالة البسيكولوجية أو النفسية للمشاركين في المدى القصير.

لقد برهن Keynes على أن المضاربة ستسيطر لا محالة على المؤسسة، وذلك مع افتراض عون يتصرف على ضوء توقعاته الحقيقية في المدى الطويل، فيبدو أنه من الأكثر عقلانية، أي أكثر ربحية وأقل خطورة، تحديد وضعيته في السوق بالنسبة لوجهة النظر المتوسطة السائدة في السوق بدلا من توقعاته للمدى الطويل مهما كان قناعاته بصحتها⁽²⁾.

إن الدخول في تفاصيل ميكانيزمات السوق ستبين أن منطق الأسواق المالية هو الذي يؤدي إلى توسع المضاربة، وأن هذه الأخيرة هي الاستجابة المناسبة للعراقيل التي يفرضها تطور السيولة. حيث أن المضاربة هي السلوك المناسب لوجود سوق مالي منظم وواسع، حيث ستسيطر المضاربة على المؤسسة أي ستتوسع المضاربة على حساب المؤسسة، وذلك انطلاقا من نوعين من الاعتبارات: تعظيم المردودية وتقليل الخطر. وفي نهاية هذا التحليل سيظهر أن سيطرة المضاربة ليست انحراف أو شذوذ، وإنما هي الإستجابة المنطقية للعوائق التي تفرضها الأسواق المالية.

1.2. تعظيم المردودية

لفهم ذلك سوف نأخذ بعين الاعتبار وضعية غير أكيدة على سبيل المثال، حيث يكون مستثمر ما على دراية كاملة بالقيمة الأساسية للسهم F والتي تساوي 30، وإذا افترضنا أن سعر السهم اليوم هو 25. فإن نظرية القيمة الأساسية ترى أنه في هذه الحالة يجب على المستثمر أن يكون مشتري،

(1) Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, pp 28 – 31

(2) Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, p233

لأنه إذا اشترى السهم F بـ 25 سيحقق ربح يساوي 5 عندما يثبت السعر عند قيمته الأساسية، وهذا يمثل أساس السلوك المبني على القيمة الأساسية.

في حين إذا افترضنا ومن جهة أخرى، أن هذا العون يملك بعض المعلومات الموثوق فيها، وذلك فيما يتعلق ببيكولوجية السوق، والتي تبين له ويقتن أن الورقة المالية F ستساوي قيمتها بعد ثلاثة أشهر 20. فمن الواضح في هذه الوضعية أن الإستراتيجية المثلى تتمثل في بيع السهم اليوم بـ 25 من أجل إعادة شرائه بعد ثلاثة أشهر عندما ينخفض سعره إلى 20، ثم الاحتفاظ به في المحفظة المالية إلى غاية ظهور القيمة الحقيقية للسهم في السوق، هذه الإستراتيجية تحقق للمستثمر ربح يقدر بـ 15. رغم أن القيمة الأساسية تجعل من هذا المستثمر مشتري، فانه سيتدخل على المدى القصير كبائع.

في هذا المثال المأخوذ عن Keynes، الذي يبين وبوضوح أن المستثمر حتى وإن كان على علم بالقيمة الأساسية وبدقة لورقة مالية ما، فانه لا يمكن له أن يجرد نفسه من التغيرات الفورية في السوق لأنها مصدر أرباح مهمة. وبصيغة أخرى فإن المستثمر الذي يأخذ بعين الاعتبار كل تغيرات السعر، بما فيها التغيرات القصيرة الأجل، سوف يتحصل على مردودية أكبر من ذلك المستثمر الذي لا يتصرف إلا على أساس القيمة الحقيقية التي تسود في المدى الطويل. ومنه يبدو أنه من الأحسن أن نأخذ بالحسبان كل المعلومات المتوفرة بدل التصرف على أساس القيمة المتوسطة والطويلة الأجل فقط من دون الأخذ بعين الاعتبار التغيرات القصيرة الأجل. إن الأخذ بعين الاعتبار ببيكولوجية السوق التي تحكم التغيرات القصيرة الأجل تفرض نفسها على الجميع كعائق لا يمكن تفاديه، فالمستثمرون لا يستطيعون التصرف وكأن التسعير يوما بيوم، ساعة بساعة، دقيقة بدقيقة غير موجود، لأنه يشكل مصدر لأرباح أو لخسائر، والمستثمرين مضطرين أن يأخذوا هذا التسعير الفوري بعين الاعتبار في إستراتيجيتهم، وذلك بشكل مستقل عن تطلعاتهم للمدى الطويل. هذا الواقع يمكن أن يقود إلى وضعيات متناقضة، كما رأينا ذلك في المثال السابق، أين يمكن لمستثمر يلعب على رفع سعر الورقة المالية أي مشتري أن يجد نفسه بهذه الورقة المالية مخفض أو بائع وذلك بسبب المعطيات الفورية المحضة. ومنه لا يمكننا أن نبقى غير مكرثين بتغيرات السعر الناتجة عن السيولة، حتى وإن بدت وهمية أي بعيدة عن الواقع، فهي تخلق ضغط كبير على سلوك المستثمرين.

إن السلوك المضاري يبدو كأنه السلوك العقلاني بامتياز لأنه يدخل ضمن إستراتيجيته وجود التسعير المستمر أو المتكرر، الذي سيستفيد منه عبر اقتراح استراتيجيات مالية تكون لديها مردودية أكبر.

2.2. تقليل الخطر

هناك سبب آخر يأتي ليقوي هذا التحليل ونتائجه، والأمر لا يتعلق هنا بالمردودية وإنما بالخطر. في الواقع فإن الإستراتيجية المضاربة إضافة إلى أنها تمنح فرص ربح جديدة، فإنها تفرض نفسها كذلك لأنها أقل خطورة من الإستراتيجية المبنية على القيمة الأساسية فقط.

لفهم ذلك نعود من جديد إلى المثال السابق. إذا التزم المستثمر بالمدى الطويل من خلال القيمة الأساسية التي تساوي 30، ولم يأخذ بعين الاعتبار التقلبات الفورية التي يعرفها السوق، يمكن أن يجد نفسه في وضعيات خطيرة جداً. مثلاً إذا كانت تغيرات السعر تختلف كثيراً عن القيمة 30، فمن الممكن أن تنهار قيمة محفظته المالية بشكل كبير، بحيث أنه إذا أراد مواجهة احتياج ملح للسيولة فإنه لن يستطيع تسهيل محفظته المالية (تحويلها إلى سيولة) إلا إذا تحمل خسائر معتبرة، ويكون ذلك إذا انخفض سعر السهم F بشكل كبير. ومن أجل تقادي مثل هذه الأخطار يجب على المستثمر أن يكيف محفظته المالية مع التغيرات الفورية للأسعار.

ومن جديد فإن التسعير اليومي يفرض نفسه على المستثمرين بشكل لا يمكن تفاديه، وهذا الضغط يكون أكبر كلما كانت رؤوس الأموال المستعملة مقترضة، لأن المقرضين الذين يتابعون التسعير اليومي يدركون حجم الأخطار.

والنتيجة أن المضاربة تسيطر على المؤسسة ويمكن أن نبرهن على ذلك من خلال النظرية المالية: مع التعرض لنفس درجة الخطر فإنها تعطي مردودية أكبر، وبالنسبة لنفس المردودية فإنها تقلل الخطر. سيطرة المضاربة ليس أمر غريب لأنها نتيجة وجود إستراتيجية تستفيد من الفرص التي تمنحها السيولة، فهي تستفيد من التغيرات القصيرة الأجل في الأسعار، بينما الإستراتيجية المبنية على القيمة الأساسية لا تظهر نتيجتها إلا في المدى الطويل.

إن القول أنه على مستوى الأسواق المالية المتطورة تسيطر المضاربة على المؤسسة بشكل أكيد، يعني أن القيم التي ينتجها السوق أي الأسعار تتباعد وبشكل حتمي عن القيم الأساسية. ومنه فإن المنطق المالي لا يمكنه في مثل هذه الظروف أن يمنح لبقية الاقتصاد الإشارات التي تسمح للمستثمرين بالاختيار المناسب، لأنها لا تعكس معلومات حول شروط النمو في المدى الطويل، وإنما تعبر عن الحالة البسيكولوجية القصيرة الأجل للمساهمين.

هذا التحليل أدى إلى نتائج قلبت النظرية الاقتصادية التقليدية من الأعماق، وذلك لأنه أثبت أن تقييم السوق الذي تسيطر عليه المضاربة لا يحقق الفوائد العامة للاقتصاد. في حين أن النظرية الأورثودوكسية مبنية على فكرة أن السوق يسمح بالتوفيق بين المصالح الخاصة والمصالح العامة من خلال المنافسة. إن هذا التحليل يطور فكرة مختلفة تماماً، فالسوق لديه آثار إيجابية فيما يتعلق بقدرته على اقتراح توظيفات سائلة على المستثمرين، ويمثل ذلك فائدة اجتماعية لا شك فيها، ولكن

لا يمكن القول أن ذلك يسمح بدعم الاستثمار، لأن السيولة تؤدي إلى ذبذبة الأسعار وابتعادها عن القيمة الأساسية⁽¹⁾.

إن رؤية الأسواق المالية العالمية تبين أن تقلبات الأسعار هي كبيرة وسريعة جداً إذا أردنا تفسيرها بتغيرات الأرباح المتوقعة والتي يتم تحيينها (بالقيمة الحالية)، وبصيغة أخرى فإن أسعار الأسهم في البورصات اليوم غير مستقرة تماماً حتى تكون مقدر جيد للقيمة الأساسية.

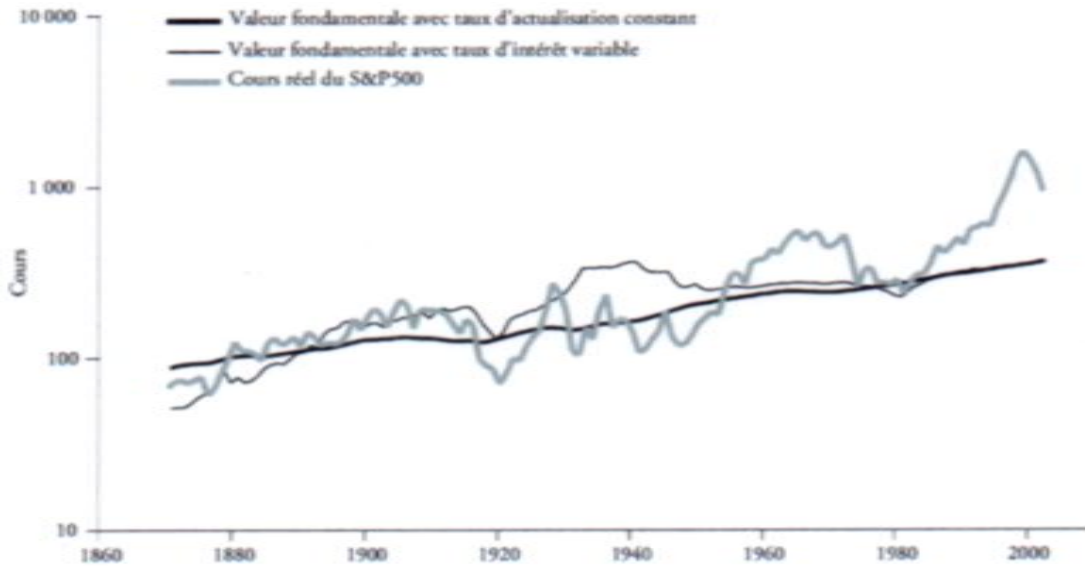
البيان التالي يبين لنا بوضوح أن تقلبات المؤشر Standard & Poor's 500⁽²⁾ خلال الفترة 1871-2002 هي أكبر بكثير من تقلبات القيمة الأساسية المكونة بافتراض معرفة كل الحصص

من الأرباح المستقبلية. وقد تم حساب قيمتين أساسيتين: الأولى مبنية على معدل تحيين (معدل فائدة) ثابت، والثانية تحسب على أساس معدل فائدة متغير. ومنه فإن الأسعار التي كانت سائدة ترتبط بمستثمرين على معرفة وبشكل دقيق لتطور الحصص من الأرباح والمردوديات المستقبلية. الفرق النموذجي (مقياس التقلب) لمعدلات المردود السنوي الملاحظة فعلاً، الخاصة بالمؤشر S&P500، ترتفع إلى 17,53 % في حين أنها تقدر فقط بـ 0,98 % و 5,81 % على التوالي بالنسبة للقيم الأساسية بمعدل فائدة ثابت ومعدل فائدة متغير.

⁽¹⁾ Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, pp 50 – 55

⁽²⁾ مؤشر Standard and Poor's 500 هو مؤشر في بورصة New York Exchange، مكون من 400 مؤسسة صناعية، 20 سهم لقطاع النقل، 40 سهم للقطاع المالي و 40 سهم لمؤسسات الخدمات العمومية.

الشكل رقم (10): الأسعار الحقيقية والقيم الأساسية المبنية على أرباح مستقبلية معروفة للفترة 1871-2002



المصدر: Boucher Christophe et Plihon Dominique, (2004) : Les marchés financiers sont-ils efficients ? , **Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003/2004 – La finance pour quoi faire ?**, Association d'Economie Financière : Paris, France, p 126

هذا التقلب الكبير في الأسعار الملاحظة يبدو أنه لا يتناسب مع فرضية أن أسعار البورصة تتساوى مع قيمتها الأساسية، أي الحصة من الأرباح المستقبلية المتوقعة المحسوبة بالقيمة الحالية. وهذا يعني أن الأسعار يمكن أن تبتعد وبشكل دائم عن قيمتها الأساسية⁽¹⁾.

3. ديناميكية التقليد في الأسواق المالية

إن كون المستقبل لا يمكن التنبؤ به، فإنه يتطلب وفي كل لحظة أن يكون عنه كل فرد فكرة، من خلال نموذج تفسير الأحداث الملاحظة. بالإضافة إلى ذلك، وعندما يريد متعامل في السوق المالي تكوين نظريته الخاصة عن المستقبل، يجب عليه الأخذ بالحسبان ما يفكر فيه الآخرون أو ما يصرحون التفكير به (كالمحللين الماليين على سبيل المثال)، لأنه في المالية مثلما ذكر Keynes لا شيء يفيد أن نكون على صواب ضد العالم بأكمله. ومنه فإن النظرة للمستقبل الخاص بمتعامل ما يجب أن تأخذ بالحسبان ما يعتقد أن الآخرون يفكرون فيه. إن الإجماع، المعتمد على التقليد بشكل كبير، على نظرة مهيمنة تؤدي إلى اتفاق أكبر عدد ممكن من المتعاملين في لحظة معينة، وهذا ما يعطي للأصول المالية أسعارها⁽²⁾.

(1) Boucher Christophe et Plihon Dominique, op.cit, p 132

(2) Giraud Pierre- Noel, (2004) : l'Utilité contestée de la finance, **Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003/2004 – La finance pour quoi faire ?**, Association d'Economie Financière : Paris, France, p 47

جعل الأوراق المالية سائلة، هو جعل وكأنه في كل لحظة يتشكل سعر، يمكن ومن خلاله بيع وشراء الورقة المالية، ومنه إخراج تقييم اجتماعي معروف من قبل المجتمع المالي وكأنه تقييم شرعي. ومنه لابد من تحويل وجهات النظر المختلفة الخاصة بالمساهمين المتعددين إلى قيمة مرجعية وحيدة.

في غياب السيولة، فإن قيمة أو سعر كل سهم يعود إلى رهان شخصي حول المستقبل، إلى نظرة ذاتية (غير موضوعية) التي سوف تجد تأكيد عليها أو إنكار في الأرباح التي يتم تحقيقها فعلا من قبل المؤسسة المعنية خلال الزمن. في حين جعل الورقة المالية سائلة يفترض إنتاج قيمة مرجعية ينضم إليها الجميع، وعلى أساسها يمكن للورقة المالية أن يتم المتاجرة بها. ومنه فإن ميكانيزم السوق سيؤدي إلى هذه النتيجة: تكوين وجهة نظر جماعية شرعية مبنية على أساس التوقعات والاعتقادات ذات الطبيعة المختلفة، فهذا الميكانيزم يؤدي إلى نشأة تقييم اجتماعي (قيمة اجتماعية)، والذي بدوره (هذا الميكانيزم) لن تظهر إلا فوضى في التقديرات الذاتية الغير موضوعية.

إن السيولة تؤدي إلى خلق عالم خاص جدا من التفاعلات، حيث كل متعامل في السوق المالي يبحث عن تحديد موقعه بالنسبة للرأي الغالب أو وجهة النظر الغالبة، لأنه وبهذه الطريقة سيحقق أرباح. فالأمر لا يتعلق بواقع موضوعي خارج عن السوق وهو "القيمة الحقيقية" ولكن بمتغير داخلي يتمثل في وجهة نظر السوق.

لقد اقترح Keynes مصطلح المرجعية الذاتية لوصف هذا العالم الذي تخلقه السيولة، فإذا كانت هناك معلومة جديدة أصبحت عامة، فإنه لا يتوجب على كل شخص تحليل تأثير هذه المعلومة على القيمة الحقيقية، ولكن يجب أن يتوقع كيف سيكون تصرف السوق إزاء هذه المعلومة. ومنه فإن توقعات أو تنبؤات الأعوان لا تكون موجهة نحو الاقتصاد الحقيقي، وإنما نحو توقعات المتدخلين الآخرين في السوق المالي، وبذلك يتم تتبع عقلانية فريدة من نوعها، هي أساسا ذات طبيعة مقلدة، وذلك فيما يتعلق بالبحث عن تقليد السوق حتى يسبقه في تطوراته الغير مستقرة⁽¹⁾. هذا التحليل يبين لنا أن توقعات الأعوان ليست متجهة نحو الاقتصاد الحقيقي، ولكن نحو توقعات المتدخلين الآخرين (المتعاملين الآخرين في السوق المالي)، هذه القاعدة المبنية على هذا السلوك تؤدي إلى انفصال بين المالية والاقتصاد الحقيقي، وذلك فيما يتعلق بأنه ما يهم على مستوى السوق المالي ليس المحتوى الحقيقي للمعلومة بالنظر إلى المعطيات الأساسية، ولكن الطريقة التي يفترض أن تترجم بها وجهة النظر الجماعية هذه المعلومة، ومنه فإنه يتم تتبع عقلانية من نوع خاص من طبيعة مقلدة بشكل أساسي حيث أنها تسعى لتقليد السوق (ما يحدث فيه) حتى تسبقه

(1) Orléan André, La Bourse est-elle au service de la production ?, op.cit, pp 54-55

في تطوراتها وإن كانت غير مقنعة. إذا اعتقد المستثمر أنه غدا سترتفع الأسعار في البورصة، فإن مصلحته تحته على شراء هذه الأسهم، حتى وإن اعتقد أن هذا الارتفاع شاذ بالنسبة للمعطيات الحقيقية. ومنه فإن التقليد هو سلوك عقلاني على المستوى الفردي وإن أدى على المستوى الجماعي إلى أوضاع مخربة للاقتصاد، مثلما يحدث في حالة ظهور حركات تراكمية⁽¹⁾.

■ المضاربة الذاتية المرجع والتوقعات الذاتية التحقق

إن الأفق الزمني للمتعامل في السوق المالي ليس نفسه الأفق الزمني الخاص بالمنتج أو المقاول، بينما هذا الأخير يفضل المدى الطويل، فإن المتعامل في السوق المالي مدفوع للتفكير والتصرف على المدى القصير، أي أنه يتفادى ثبات رؤوس الأموال التي يمكن أن تبدو له كعقوبة (تخلق له صعوبات). السوق هو الذي يفرض عليه كيف يتصرف، فيمكن له وبشكل عقلاني أن يمتلك أوراق مالية مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية عندما يتوقع أن حركة ارتفاع الأسعار سوف تستمر، فهو يريد من خلال ذلك تحقيق أرباح في رأس المال عبر كونه مشتري. فانه وعبر ذلك لا يقوم إلا بتشجيع حركة ارتفاع الأسعار، وهذا ما يجعل من توقعاته ذاتية التحقق⁽²⁾.

في غياب قيمة خارجية فإن الأعوان سوف يلتفتون نحو المجموعة نفسها، فكل واحد يريد التنبؤ بوجهة النظر المتوسطة وهذه هي ميزة سير الأسواق المالية والتي تعرف بالهيكل الذاتي المرجع أو الوضعية الذاتية المرجع. في هذه الوضعية فإن المرجع الذي يحدد الأعوان بالنسبة له سلوكهم، هو ليس معيار خارج عن العملية التي يتم تحليلها، وإنما يتعلق الأمر بمتغير يتم إنتاجه من العملية نفسها، وفي هذه الحالة هي وجهة النظر المتوسطة.

وقد أشار Keynes إلى الطابع المتناقض جدا للمرجعية الذاتية، وذلك يعود إلى أن ما نتوقعه أو نتنبأ به هو في نفس الوقت نتيجة التوقع، إضافة إلى أن توقع وجهة النظر المتوسطة لا يتوقف في درجة أولى من التوقع. في الواقع كل واحد أثناء توقعه وجهة نظر الآخر، فانه يتوقع الطريقة التي يتنبأ بها الآخر وجهة النظر المتوسطة. في هذه الدرجة الثانية من التنبؤ، فإننا نريد أن نكتشف ما تعتقد وجهة النظر المتوسطة أن تكون وجهة النظر المتوسطة. ولكن العملية تستمر حسب لعبة المرأة إلى ما لا نهاية⁽³⁾.

(1) Orléan André, (mars 2008) : La notion de la valeur fondamentale est-elle indispensable à la théorie financière ?, **Regards croisés sur l'économie – comprendre la finance contemporaine** (n°3), la Découverte : Paris, France, pp 125-126

(2) Andreau Jean, Christian de Boissieu, Bourguinat Henri, Chaunu Pierre, Cohen Dany, Alain Cotta, Gilles Cottreau, Deflassieux Jean, Derrida Jacques, Fabra Paul et autres, (1992) : Comment penser l'argent?, Edition Le Monde : Paris, France, p 257

(3) Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, pp 236

لقد شبه Keynes هذه العملية بمسابقة الصور: "...إن تقنية التوظيف يمكن تشبيهها بالمسابقات المنظمة من قبل الصحف، أين يجب على المشاركين اختيار أجمل ستة وجوه من بين مئات الصور، والجائزة تمنح للمشارك الذي تكون اختياراته أقرب ما يمكن للاختيار المتوسط لمجموع المتسابقين. فكل متسابق ليس عليه اختيار الوجوه التي يرى هو أنها الأجمل، ولكن التي يرى أنها أكثر قدرة على حيازة اختيار المنافسين الآخرين، الذين يعالجون كلهم هذا المشكل بنفس الطريقة. ليس على كل واحد اختيار الوجوه التي يحكم عليها حقيقة الأكثر جمالا ولا التي تعتبرها وجهة النظر المتوسطة كذلك..."⁽¹⁾

هذه العملية هي كالمرآة التي تتميز بقابلية الانعكاس، وهذا الانعكاس هو نتيجة طبيعة المرجعية الذاتية للقاعدة المفروضة على المشاركين في المسابقة، حيث على كل واحد أن يقترب من الاختيار المتوسط. أما إذا كان الجمال قد تم تعريفه بمعايير محددة، لن يكون هناك انعكاس. بالنتيجة فإن المضاربة هي ظاهرة كالمرآة (انعكاس) تؤدي إلى الانغلاق الكلي للسوق على نفسه، من خلال انعكاس غير منتهي للحكم.

يمكن أن نذكر بعض خصائص هذه العملية ذات المرجعية الذاتية، وهو أن التوقعات المشكلة سابقا من قبل الأعوان ستتحقق لاحقا. ومنه فإننا بصدد حالات ذاتية التحقق، والمتمثلة في التوقعات الذاتية التحقق عبر الإجماع. ونظرا لأن العائق المفروض من قبل المرجعية الذاتية هو داخلي جدا، فإن ذلك يضع المجموعة في مواجهة نفسها، ومنه فإن السعر الذي يظهر لا يوجد أي سبب ليكون مطابق أو موافق لضروريات النشاط الاقتصادي. وعليه فإن وجهة النظر المتوسطة الذاتية التحقق تعبر عن الاستقلالية المضاربة للسوق بالنظر إلى المعايير الحقيقية⁽²⁾.

هذه الديناميكية المعتمدة على التقليد تتحول غالبا إلى حماس يظهر من وقت إلى آخر، ويؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض في الأسعار، حيث يفقد الأفراد أثناء ذلك النظر إلى المتغيرات الحقيقية أو الأساسية. ويبدو أن التطورات التي ينتجها السوق والرؤية إلى المستقبل التي يبررها، ستكشف لاحقا عن انحرافات كبيرة.

إن دور البورصة ليس كما تعتقده مقارنة الانعكاس، تقدير وبشكل محايد لواقع قبل أن يوجد، ولكن بالعكس تماما، يتمثل دور البورصة في إنشاء رؤية مترابطة (متناسقة) عن المستقبل، تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم. هذه الرؤية رغم أنها تنظم خيارات المستثمرين في الاقتصاد ككل إلا أنها ليست إلا تخمين (حدس) أو رهان.

⁽¹⁾ Keynes John Maynard, op.cit, p 168

⁽²⁾ Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, pp 237

في لحظة ما، لا يمكن أبدا التأكيد وبشكل قطعي أن السوق يخطأ، في الواقع إن أي قيمة حتى وإن كانت جنونية يمكن أن نجد لها تفسير، وذلك بتوقع بعض السيناريوهات أو الأحداث في المستقبل. فقد كان الأمر كذلك بالنسبة لمستوى أسعار الأسهم المحققة والخاصة بمؤسسات الاقتصاد الجديد، أثناء فقاعة الانترنت، هذه الأسعار لم تقم إلا بعكس الطريقة التي توقع بها السوق التطور الاقتصادي لهذه المؤسسات في المستقبل. ولكن يمكن القول لاحقا وبعد وقوع الأزمة، أن السوق قد أخطأ وقد أدى هذا الخطأ إلى تبذير كبير للموارد. يمكن أن نفسر أسباب هذا الفشل بالطريقة التي كونت بها السيولة وجهة النظر المالية⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Orléan André, La Bourse est-elle au service de la production ?, op.cit,p 55

المطلب الثالث: الفجوة بين المالية المباشرة والاقتصاد الحقيقي (الفقاعة المضاربة)

إن الفقاعة السعرية أو المضاربة تتكون حينما تكون العلاقة بين السعر السوقي للأصل المالي والتغير المتوقع فيه، علاقة موجبة، وهذا يعني أن سعر الأصل سوف يرتفع إذا توقع المتعامل ارتفاعه. وهذا يؤدي إلى أن تكون العلاقة بين سعر الأصل المالي والتغير الحقيقي فيه موجبة. وينتج عن هذه الحالة أن التوقعات الذاتية الاعتبائية للتغير في الأسعار تقود التغيرات الفعلية فيها بمعزل عن المتغيرات الاقتصادية الحقيقية كالإيرادات والدخل، وبذلك تتكون الفقاعة السعرية. وحيث أن نظرية الفقاعة السعرية تتناقض مع نظرية الفعالية المعلوماتية، ومنه تم النظر إلى الفقاعة السعرية على أنها سلوك غير سوي، نتج عن عدم توفر المعلومات لجميع الأطراف بدرجة متساوية، أما ⁽¹⁾ Kindleberger اعتبر أن الفقاعة تنتج بسبب سلوك غير رشيد من بعض أو كل المتعاملين في السوق، بينما اعتبر ⁽²⁾ Blanchard و ⁽³⁾ Watson أن حافز المتعاملين للشراء بوجود الفقاعة السعرية هو اعتقادهم بأنها سوف تستمر بصفة دائمة ⁽⁴⁾. في النظرية التقليدية يطلق اسم فقاعات مضاربة على الوضعيات التي يكون فيها السعر الملاحظ مختلف عن القيمة الأساسية. في هذا المذهب فإن هذه الوضعيات تعتبر مرضية التي تظهر في أوضاع استثنائية، فهذه الفقاعات هي حسب هذا المذهب نتيجة سلوكات فردية لاعقلانية. أما بالنسبة للكينيزية فإن وجود فرق بين السعر والقيمة الأساسية يسجل ضمن نماذج سير الأسواق المالية، فالفقاعات لا شيء فيها لاعقلاني، بل على العكس، فإن عقلانية أو منطقية السوق هي التي تنتجها، لأن هذه الفقاعات هي نتيجة البحث عن السيولة ⁽⁵⁾. إن إمكانية الفقاعة المالية تسجل في تكوين السيولة في حد ذاتها، فالمساهم في السوق المالي لا يكتفي بالحصول على الأرباح الموزعة، فهو يبحث عن السيولة التامة لتوظيفاته، بمعنى إمكانية تحقيق فوائض قيمة مالية ومنه مراجعة اختياراته في كل لحظة والتخلص من بعض الأصول، ومنه لابد من وجود أسواق مالية واسعة تمثل مكان تكوين الفقاعات المضاربة ⁽⁶⁾.

⁽¹⁾ Charles Kindleberger (1910-2003): كان في نفس الوقت مؤرخ اقتصادي ومختص أمريكي في الاقتصاد الدولي، كان كتابه الذي أصدره سنة 1978 " التاريخ الدولي للمضاربة المالية" مرجع أساسي في هذا الاختصاص إضافة إلى كتابه " الأزمة العالمية الكبرى 1929-1939".

⁽²⁾ Olivier Jean Blanchard: من مواليد سنة 1948، مختص فرنسي في الاقتصاد الكلي وبشكل خاص في اقتصاد العمل، شغل سنة 2008 منصب رئيس الاقتصاديين ومدير الدراسات في FMI، ويعتبر من الكينيزيين الجدد.

⁽³⁾ Mark W. Watson: من مواليد سنة 1952، أستاذ أمريكي في الاقتصاد الرياضي أو الحسابي (économétrie) والاقتصاد الكلي، ونشر عدة مؤلفات في هذا المجال.

⁽⁴⁾ الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، المصدر سبق ذكره، ص 10

⁽⁵⁾ Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, p 236

⁽⁶⁾ Chesnais François, Duménil Gérard, Lévy Dominique et Wallerstein Immanuel, (2001) : Une nouvelle phase du capitalisme ?, Syllepse : Paris, France, p 61

فعندما تتحرك أسعار البورصة صعوداً على نحو متزامن، كما تفعل عادة، فإن المستثمرين تسيطر عليهم حالة من الحماسة الفياضة، وهو ما أسماه آلان غرينسبان، الرئيس السابق لبنك الاحتياط الفدرالي، الحماسة الفياضة غير العقلانية. وعلى العكس من ذلك، عندما تنقلب "الأرواح الحيوانية" من الجشع إلى الخوف فإن فقاعة سعادتهم الجماعية السابقة يمكن أن تنفجر فجأة. وبالطبع فإن الصور الحيوانية جزء لا يتجزأ من ثقافة البورصة. فالمشترون المتفائلون للأسهم "ثيران"، أما البائعون المتشائمون فـ "دببة". ويوصف المستثمرون هذه الأيام بأنهم قطيع الكتروني يقتات على العوائد الايجابية في لحظة ثم يندفع نحو بوابة المزرعة في اللحظة التالية. والحقيقة أن أسواق الأسهم هي مرايا النفس البشرية. فهي مثلها مثل البشر، يمكن أن تصاب بالفتور، بل ويمكن أن تمر بحالات من الانهيار التام. لكن يبدو أن الأمل – أو ربما فقدان الذاكرة – يمكنه باستمرار التغلب على هذه التجارب السيئة.

خلال الأعوام الأربعمئة منذ أن بدأ العمل بشراء وبيع الأسهم، كانت هناك فقاعات مالية متعاقبة. فقد ارتفعت أسعار الأسهم المرة تلو الأخرى إلى مستويات غير مستدامة لتهدم بسرعة بعد ذلك. وكانت هذه العملية تترافق المرة تلو الأخرى مع الخداع، حيث كان بعض المطلعين على بواطن الأمور غير الشرفاء يسعون لتحقيق الأرباح على حساب المبتدئين السذج. وهذا الأسلوب معروف إلى حد أنه يمكن تقسيمه إلى خمسة مراحل:

- الإحلال: يخلق تغير ما في الظروف الاقتصادية فرصاً جديدة ومربحة لبعض الشركات.
- الحماسة الفياضة أو الإفراط في التداول: تبدأ عملية التغذية الاسترجاعية التي تقود بواسطتها الأرباح المتوقعة المتصاعدة إلى زيادة سريعة في أسعار الأسهم.
- الجنون أو الفقاعة: يجتذب توقع الحصول على أرباح رأسمالية سهلة المستثمرين لأول مرة والمحتالين الحرسين على سلبهم أموالهم.
- العسر: يعرف المطلعون على بواطن الأمور أن الأرباح المرتقبة لا تبرر الأسعار المبالغ فيها للأسهم ويبدأون في بيعها.
- الانسحاب أو فقدان الثقة: عندما تبدأ الأسعار في الانخفاض، يتدافع الغرياء للخروج خارج السوق، الأمر الذي يؤدي إلى انفجار الفقاعة بكاملها.

الواقع أن لفقاعات البورصة ثلاثة مظاهر أخرى متكررة. الأول هو الدور الذي يمكن وصفه في بعض الأحيان بأنه معلومات غير متماثلة. فالمطلعون على بواطن الأمور – أولئك المهتمون بإدارة شركات الفقاعات – يعرفون أكثر بكثير من الغرياء الذين يريدون تجريدكم من أموالهم. ومثل هذه المعلومات غير المتماثلة موجودة دائماً في الأعمال التجارية لكن المطلعين على بواطن الأمور يستغلون هذه المعلومات بشكل مخادع أثناء الفقاعة. الفكرة الثانية هي دور تدفق الرأسمال عبر

الحدود. فحدوث الفقاعة يكون أرجح عندما يتدفق رأس المال من بلد إلى آخر بحرية. والمضارب المحنك الموجود في مركز مالي رئيسي، قد يفتقر إلى المعلومات القائمة على معرفة بواطن الأمور. لكن الأمر الأرجح بكثير هو أنه يتمكن من تحديد التوقيت بشكل جيد - إذ يشتري مبكراً ويبيع قبل انفجار الفقاعة - وذلك بعكس الساذج والمستثمر لأول مرة. وبعبارة أخرى، فانه أثناء فترة الفقاعة لا يتسم الجميع بعدم العقلانية، أو على الأقل يكون بعض المفرطين في التداول أقل في لا عقلانيتهم من سواهم. وأخيراً، وهو الأمر الأكثر أهمية، فانه بدون خلق الائتمان السهل لا يمكن للفقاعة أن تحدث. وهذا هو السبب في أن أصل العديد من الفقاعات تكمن في وقوع البنوك المركزية في الأخطاء وترك ما عليها من واجبات⁽¹⁾.

■ التقليل من المضاربات عبر إضعاف السيولة

من البديهي أنه بدون سيولة لن تكون هناك مضاربة، لأنه بدون سيولة لن تكون هناك إمكانية للبحث عن استعمال تغيرات السعر، ومنه فإن المعادلة رقم (3) لن يكون لديها أي معنى والقيمة الأساسية هي التي ستفرض نفسها على حائزي الأوراق المالية، وذلك بشكل طبيعي باعتبارها القيمة الوحيدة والمناسبة. وقد ظهرت هذه النتيجة بقوة عند تحليل التنظيم المالي المشكوك فيه، حيث لا يمكن المتاجرة بالأوراق المالية، أين سيظهر سلوك المؤسسة فقط مع غياب كل إمكانية للمضاربة. وبصيغة أخرى عندما تكون السيولة ضعيفة ومعقدة، نتيجة زيادة تكاليف المعاملات مثلاً، فإن عمليات البيع والشراء تصبح أكثر صعوبة، لأنها أكثر كلفة، وهو ما يجعل المضاربة أقل مردودية. ومنه حتى تبقى المضاربة عملية مربحة فمن الضروري أن يكون الربح الناتج عنها أكبر من تكاليف المعاملة⁽²⁾.

هذه العلاقة الضيقة بين السيولة والمضاربة كانت حاضرة جداً لدى Keynes، الذي أيد رفع تكاليف المعاملات المالية عبر فرض ضرائب مرتفعة بشكل يضعف من الدور الذي تلعبه المضاربة. عندما قارن بين بورصة Wall Street وبورصة لندن، حيث لاحظ أن المضاربة في هذه الأخيرة كانت أقل شدة، وذلك بسبب التكاليف المرتفعة المفروضة على المعاملات المالية في بورصة لندن: "الضرائب الثقيلة التي تفرضها الدولة على التحويلات التي تقتطع من المعاملات في بورصة لندن، خفض بشكل كبير من سيولة السوق، وسيؤدي تطبيق ذلك إلى إقصاء جزء كبير من العمليات التي تميز Wall Street. ومنه فإن فرض ضريبة ثقيلة من طرف الدولة على كل

(1) نبال كامبيل فرغسن (ترجمة محمود عثمان حداد)، (2012): صعود المال - التاريخ المالي للعالم، الطبعة 01، هيئة أبو ظبي للثقافة والتراث - كلمة: أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص ص 128 - 130

(2) Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, pp 42- 43

المعاملات يمكن أن يبدو من أحسن الإجراءات التي تخفف من سيطرة المضاربة على المؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية⁽¹⁾.

وعلى العكس من ذلك فإن التطورات المعاصرة تهدف أغلبها إلى تقليص التكاليف على المعاملات المالية من أجل الرفع من السيولة. في حين أن التكاليف المرتفعة ستؤدي إلى سيطرة العمليات الطويلة المدى، بمعنى شراء أوراق مالية من أجل الاحتفاظ بها في المحفظة المالية لمدة طويلة، سيكون هو الأمر السائد. بينما الاستراتيجيات المركزة على العديد من عمليات الشراء والبيع السريعة، بهدف تحقيق أرباح من التطورات القصيرة الأجل جداً، سوف تتحمل تكاليف باهضة. وفيما يتعلق بهذه الفكرة، كتب Keynes: "أمام واقع الأسواق المالية الحديثة، نعتقد أحياناً أنه ومثلما يتعلق الأمر بالزواج، إذا أصبحت عمليات الاستثمار نهائية ولا يمكن الانسحاب منها، ماعداً في حالة الموت أو أسباب أخرى خطيرة، يمكن أن نخفف من أمراض عصرنا بشكل نافع، لأن حائزي رؤوس الأموال التي تبحث عن التوظيف سيجدون أنفسهم مضطرين إلى تركيز اهتمامهم على النظرة الطويلة الأجل فقط⁽²⁾".

إن نسبة المستثمرين المعتمدين على القيمة الأساسية والمضاربين تكون تابعة لدرجة سيولة الأسواق، فكلما كان السوق أقل سيولة، فإن التوقعات التي ستبنى على المدى الطويل تكون حول الحصص من الأرباح المستقبلية والقيمة الأساسية لرؤوس الأموال. في حين كلما كانت الأسواق أكثر سيولة، كلما كانت الحركات السريعة لعمليات البيع والشراء أكثر مردودية وهي المسيطرة. فالوزن المتزايد للسيولة في قلب المالية المعاصرة أدى إلى تقليص المدة المتوسطة لحياة الأسهم الأمريكية، فقد كانت تقدر بـ 7 سنوات في 1960 بينما ما هي اليوم إلا 9 أشهر وحتى 7 أشهر، إذا أخذنا بعين الاعتبار صناديق التقاعد فقط. إن المذكرة التي ترى أن السيولة والمضاربة مرتبطتين ببعضهما البعض (بعلاقة طردية أي كلما زادت السيولة ستزيد المضاربة)، هي "ضريبة Tobin" المشهورة، فبهدف جعل أسواق الصرف أكثر استقراراً، اقترح James Tobin⁽³⁾ تخفيض السيولة في هذه الأسواق من خلال فرض ضريبة على معاملات الصرف، مما سيؤدي إلى تقليل أهمية المعاملات المضاربة المحضة⁽⁴⁾.

(1) Keynes John Maynard, op.cit, pp 171-172

(2) Idem, p 172

(3) James Tobin (1918 - 2002): اقتصادي أمريكي، جدد من خلال أعماله النظرية النقدية. تعود إليه النظرية العامة للتوازن بالنسبة للموجودات المالية والحقيقية. اقترح في سنة 1970 فرض ضريبة على معاملات الصرف تسمى "ضريبة Tobin" من أجل محاربة المضاربة على العملات، وحصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1981.

(4) Orléan André, Le pouvoir de la finance, op.cit, pp 44

في الواقع وعبر الديناميكية الخاصة بالمضاربة، يتم حبس الأعوان داخل منطق قصير المدى، وبالتالي تنهار المؤسسة تحت تأثير السيولة. ومنه فالسؤال الذي يطرح نفسه هو كيف يمكن توجيه الاقتصاد السلعي بفعالية؟ بالنسبة لـ Keynes لا يمكن أن يحدث ذلك إلا إذا تم إضعاف سيولة الأصول، ففعالية أي تعديل اقتصادي يتطلب وجود أشكال اجتماعية تنهرب ولو جزئيا من عائق السيولة، ومن ظلم واستبداد تقييم السوق، ومنه يمكن تأسيس استراتيجيات اقتصادية تأخذ بعين الاعتبار متطلبات التنمية في المدى الطويل، ويعتقد Keynes أن الدولة هي الوحيدة القادرة على لعب هذا الدور⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Orléan André, L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, op.cit, p 234

خلاصة الفصل الأول

من خلال كل ما تقدم يبدو أن لكمية النقود تأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي ولذلك ظهرت السياسات النقدية التي تحاول من خلالها السلطات النقدية التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي عبر آليات مختلفة مباشرة وغير مباشرة. وعليه فإن النقود ليست حيادية كما ترى النظرية الكمية للنقود. حيث تم التوصل إلى نوعين رئيسيين لاندماج الظواهر الحقيقية والنقدية: الاندماج عبر معدل الفائدة والاندماج عبر أثر الأرصد أو الموجودات الحقيقية.

ارتبط اسم Wickssell باندماج النقود والاقتصاد الحقيقي عبر معدلات الفائدة، ويعتمد هذا الاندماج على وجود تباعد بين معدل الفائدة "الطبيعي" ومعدل الفائدة "النقدي"، الذي يعتبر أصل آثار الإحلال بين الأصول. نتائج هذا التباعد في المعدلات على القطاع الحقيقي قد تم تحديدها من قبل Hayek فيما يتعلق بهيكل الإنتاج، ومن قبل Keynes فيما يتعلق بمستوى الدخل الإجمالي. والاندماج بواسطة معدلات الفائدة لا يقتصر على آثار الإحلال فقط، بل يمكن أن يخلق آثار ثروة تنتج عن كون تغيرات معدلات الفائدة تؤثر على قيمة الثروات.

في حين أن الاندماج عبر معدل الفائدة يركز على فكرة أن الإفراط في العرض على مستوى سوق النقود ينتقل أولاً إلى سوق الأوراق المالية، فإن الاندماج عبر أثر الرصيد الحقيقي ينتج عن انعكاس الإفراط في عرض النقود على سوق السلع والخدمات. ومنه فإن آثار الإحلال فيما بين الأصول والنواتج عن تغيرات في معدلات الفائدة هي التي تفسر تعديل المتغيرات الحقيقية، في حين أن أثر الثروة ينتج عن تغيرات القيمة الحقيقية للأرصدة أو الموجودات النقدية، وهذا الأخير يمثل ميكانيزم الاندماج المفضل في التحليل الكلاسيكي الجديد.

هذا فيما يتعلق بالنقود، أما فيما يتعلق بالأصول المالية الأخرى وعلى رأسها الأسهم، ترى نظرية الفعالية المالية أن البورصة هي مؤسسة في خدمة الاقتصاد الحقيقي، من خلال تزويده برؤوس الأموال التي يحتاج إليها وذلك عبر تقييم الأوراق المالية التي تسعر فيها بشكل صحيح، وبالتالي فإن التقييم المالي يبدو كأنه انعكاس تام للاقتصاد الإنتاجي. ومنه إذا كانت المالية فعالة أو ناجعة فذلك لأنها بدون استقلالية.

فحسب نظرية الفعالية المالية تظهر في السوق المالي ما تم تسميته "القيمة الحقيقية" التي تعود إلى عامل موضوعي يتم تحديده بشكل مسبق، يرجع أساسه إلى فكرة أن المستقبل يمكن أن يكون محل وصف موضوعي مسبق. حيث بناء على قاعدة معينة يمكن حساب القيمة الحقيقية. في حين أنه في واقع الاقتصاديات الرأسمالية فإن ذلك غير ممكن، حتى أنه مستحيل، لأنه لا أحد يعرف ما يخبؤه المستقبل، فهذا الأخير لا يمكن كتابته لأنه مبني على ما سيقوم به الأشخاص والأسواق المالية والمجتمع ككل.

ومن أجل كل هذه الأسباب فإننا لا ننضم إلى نظرية الفعالية أو النجاعة المالية، لأنه لا توجد قيمة خارجية موضوعية، يفترض أن تكون حقيقية، وعليه ليس من طبيعة السوق المالي تزويدنا بأحسن تقدير. لأن وجهة النظر المالية ونتيجة لشدة عامل التقليد، فانه يظهر ميل خطير نحو المبالغة في انخفاض أو ارتفاع الأسعار بشكل يجعل من النادر جدا أن يخرج السوق المالي أو البورصة تقدير معقول عن حالة الاقتصاد⁽¹⁾.

انطلاقا من السيولة التي تعتبر دليل نجاعة البورصة، فإنها تؤدي إلى رؤية السوق المالي كتعبير عن مشروع جماعي يهدف إلى تفادي السلبيات التي يفرضها ثبات رأس المال على تقييم وتوسع رأس المال. وعليه لا يجب تفسير السيولة المالية كأنها في خدمة الإنتاج، حيث يرى Keynes أنها تمثل خرق أو انتهاك للاقتصاد الإنتاجي، انتهاك يعتبر في صالح المساهمين. إذا أخذنا بعين الاعتبار هذا التحليل، فان الفجوة أو الانفصال بين التمويل المباشر والإنتاج الحقيقي، التي تؤدي إلى تشكل الفقاعات المضاربة لا تبدو كأنها حادث عرضي. بل على العكس، فإنها تكشف عن الطبيعة العميقة للمشروع الذي يتبعه المجتمع المالي، عندما اختار أن ينظم نشاطه عبر أسواق البورصة.

وعليه فان بورصات القيم المنقولة هي عبارة عن هيئات مؤسساتية خلقت من أجل الاستجابة لمطلب خاص بالمساهمين: وهو جعل حقوق الملكية سائلة، وليس هدفها أن تكون "انعكاس للإنتاج". والفقاعات المضاربة المتكررة هي الثمن الذي يجب دفعه من أجل الاستفادة من السيولة. وحجم الفقاعة هو مقياس انحراف المالية عن الاقتصاد الحقيقي، والتي ستنفجر في النهاية وانفجارها يخلق أزمة مالية تأتي لتصحيح هذا الانحراف للمالية عن الاقتصاد الحقيقي، وهذا ما سنراه في الفصل اللاحق.

(1) Merzouk Amel, (2014) : L'intégration des sphères réelle et financière- Les termes d'un débat, Revue des annales de l'université de Béchar des sciences économiques (n° 15), p 312

الفصل الثاني: انفصال المالية التقليدية عن الاقتصاد الحقيقي والأزمة المالية

للتصحيح

مقدمة الفصل الثاني

إن التفاعل الإيجابي بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية ضروري، لأن النشاط المالي هو دعامة للنشاط الاقتصادي، وبما أن النشاط الاقتصادي مرتبط بمجموع العمليات الإنتاجية التي لا يمكن تحقيقها بدون تمويل مرتبط بالاحتياجات الاقتصادية، وحتى يفر القطاع المالي التمويل للنشاط الاقتصادي الحقيقي يجب أن يمنح مردود مرتفع لجذب الادخار، والرفع من درجة السيولة بإقامة سوق ثانوي (البورصة) فعال. ولكن هناك مبالغة في تقدير الأسواق المالية مما أدى إلى فك الارتباط بين القطاعين المالي والحقيقي، والفرق بينهما يحسب بالاختلاف بين بعض الأرقام الخاصة بالارتباط بين المعاملات المالية اليومية من جهة، ومستوى الناتج الداخلي الخام للدول (PIB) وكذلك التجارة الدولية من جهة أخرى. ومنه ما هي أسباب هذه الفجوة المتزايدة الاتساع بين المالية التقليدية والاقتصاد الحقيقي؟

حيث يفترض أن حركة رؤوس الأموال ترتبط أساسا بتمويل تبادل السلع والخدمات، أو لدوافع أخرى طويلة الأجل كتحقيق الاستثمارات المنتجة. أما اليوم فإن تدفقات رؤوس الأموال أصبحت شيئا فشيئا مستقلة عن الاقتصاد الحقيقي لأنها أصبحت خاضعة لاعتبارات المردودية المالية السهلة. وكأنه أصبح لرؤوس الأموال حركة مستقلة عن النشاط الاقتصادي الحقيقي للإنتاج والتبادل الذي هو مصدر لخلق الثروة، فالمبالغ الخيالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية الدولية تفوق عشرات المرات الثروات الحقيقية، ومنه هل أصبح من الممكن لرأس المال أن يحقق مردود مالي دون المرور بنشاط حقيقي، أي هل من الممكن جني المال بالمال؟

لكن انحراف التمويل التقليدي عن النشاط الاقتصادي الحقيقي لا يمكن أن يستمر إلى ما لانهاية، فهذا الوضع مختل سينتهي حتما بأزمات مالية تأتي لتصحيح هذا الصعود المنحرف للنشاط المالي على حساب النشاط الحقيقي، ولذلك كانت الاقتصاديات الرأسمالية المتطورة مسرحا لأزمات مالية عنيفة، فبغض ما وصل إليه الابتكار والإبداع المالي من تطور إلا أن هذه الدول لم تستطع الخروج من هذه الدائرة المفرغة، ومنه فإن الأسباب تكمن في طبيعة وأسس نمط التمويل التقليدي، وعليه سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على أسس التمويل التقليدي بنوعيه التمويل البنكي المرتكز على معدل الفائدة، والتمويل المباشر الذي تسيطر عليه المضاربات العقيمة التي تأججت أكثر في الأسواق المالية الدولية بفعل بعض الابتكارات المالية كالتوريق والمشتقات المالية، حيث سنحاول معرفة طبيعة هذه الابتكارات وكيف ساهمت في تعميق الفجوة بين المالية التقليدية والاقتصاد الحقيقي وبالتالي التحضير للأزمات المالية التي كان أهمها أزمة الرهن العقاري في

الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 والتي امتدت عدواها إلى العالم ككل في ظل عولمة أسواق رؤوس الأموال.

وبناء على ما تقدم سنقسم هذا الفصل إلى ثلاثة أجزاء:

- المبحث الأول: انفصال التمويل التقليدي عن القطاع الحقيقي .
- المبحث الثاني: الابتكارات المالية التي عمقت الفجوة بين المالية التقليدية والاقتصاد الحقيقي.
- المبحث الثالث: أزمة الرهن العقاري 2008 لتصحيح الانحراف بين المالية والاقتصاد الحقيقي.

المبحث الأول: انفصال التمويل التقليدي عن القطاع الحقيقي

المطلب الأول: ماهية التمويل التقليدي وعوامل انفصاله عن الاقتصاد الحقيقي

1. ماهية التمويل التقليدي

إن الوظيفتين الأساسيتين للمالية في الاقتصاد الرأسمالي هما في الواقع:

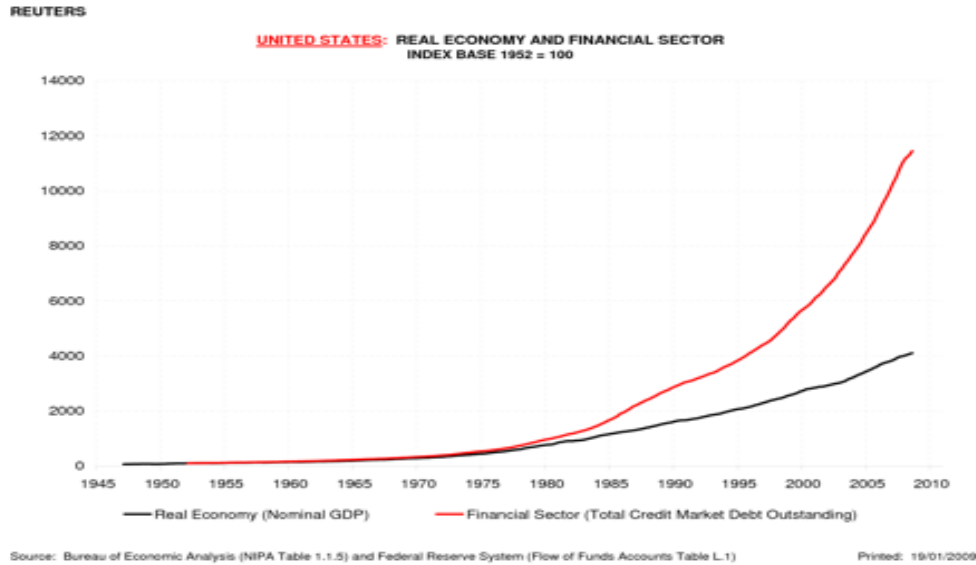
- جميع الادخار المشتت وتوجيهه نحو مشاريع استثمارية يتجاوز مداها وخطرها ما يمكن أن تتحمله الثروات الفردية.
- تُمنح لهذا الادخار تنوع كبير في الأدوات التي تختلف من حيث الثنائي (مردودية / خطر)، ومنه تنظيم سوق واسع لتبادل الأخطار المرتبطة بشكل وثيق بأي استثمار إنتاجي، والناجمة عن عدم القدرة على توقع المستقبل. ومنه إذا أراد البعض التخلص من الأخطار فلا بد أن يتحملها آخرون، حيث لا يقومون بذلك إلا إذا كانوا يكافئون بشكل جيد⁽¹⁾.
- وتقسم المالية التقليدية إلى مالية غير مباشرة (تمويل بنكي) ومالية مباشرة (مالية السوق)، وإذا كانت البنوك في وظيفتها للوساطة يمكنها أن تغطي الوظيفة الأولى فانه لا يمكنها أن تغطي الوظيفة الثانية وهي تنظيم سوق لتبادل الأخطار، ومنه فان البنوك والأسواق يتواجدان معا بشكل ضروري.

هناك انفصام متزايد بين الاقتصاد العيني المتمثل في تدفقات السلع والخدمات والاقتصاد المالي والنقدي المتمثل في تدفقات النقود والائتمان، حيث أخذت هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من السبعينات، وقد أصبح هناك انفصام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي، أي بين الاقتصاد الحقيقي وما يسمى بالاقتصاد الرمزي. وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضاً بين المضاربة والاستثمار. وهو تطور خطير يكشف عن ازدياد الطابع الطفيلي للرأسمالية المعاصرة⁽²⁾.

⁽¹⁾ Giraud Pierre- Noel, (2004) : l'Utilité contestée de la finance, op.cit, p 44

⁽²⁾ فؤاد مرسي، (1990): الرأسمالية نجدد نفسها، بدون رقم الطبعة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب: الكويت، ص 206

الشكل رقم (11): الارتباط بين القطاعين المالي والحقيقي للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1945 - 2010



المصدر: Posca Julia, Qu'est-ce que la financiarisation de l'économie, disponible sur le lien : <http://iris-recherche.qc.ca/blogue/quest-ce-que-la-financiarisation-de-leconomie>, consulté le : 24/02/2015

والشكل السابق الخاص بالاقتصاد الأمريكي يبين أن هناك فجوة بين القطاعين المالي (مجموع القروض والديون والممثل بالمنحنى الأحمر) والحقيقي (PIB للاقتصاد الأمريكي والممثل بالمنحنى الأسود) التي بدأت منذ نهاية النصف الأول من سبعينات القرن العشرين وتزداد اتساعاً بمرور الزمن. ونفس الظاهرة تعرفها الدول الرأسمالية المتطورة الأخرى ولكن بنسبة أقل، فما أسباب هذه الفجوة؟

2. عوامل انفصال التمويل التقليدي عن الاقتصاد الحقيقي

يمكن حصر عوامل انفصال التمويل التقليدي عن الاقتصاد الحقيقي فيما يلي:

1.2. انفصال التمويل البنكي عن القطاع الحقيقي عبر الفائدة

يفترض أن نشاط البنوك يوجه الموارد المالية نحو القطاع الحقيقي، ولكن الواقع أن القطاع البنكي يستنزف الموارد المالية والثروات المنتجة من قبل القطاع الحقيقي عبر الفوائد⁽¹⁾ العالية. ولكن ما هي الفائدة العالية؟ ومتى يمكن اعتبارها كذلك؟

⁽¹⁾ الفائدة في المالية التقليدية هي ثمن النقود، وكل الأثمان يفترض أنها تؤدي وظيفة توجيه الأموال النادرة القابلة للإقراض نحو مستخدمي هذه الأموال على أساس القدرة على دفع ذلك الثمن. وإذا تغير طلب أو عرض الأموال القابلة للإقراض يتم الوصول إلى توازن جديد عند معدل فائدة مختلف.

المقياس هو إنتاجية الاقتصاد القومي، أي القيمة المضافة، أو قيمة الأصول الموجودة في المجتمع الناتجة عن تشغيل رأس المال النقدي (نقود) في هذا المجتمع. أي الربح الناشئ عن استخدام النقود في نشاط منتج. فكل الفوائد تعتبر عالية إذا زادت عن معدل الإنتاجية في المجتمع، أي إذا زادت عن القيمة المضافة أو عما أضافه استخدام النقود من زيادة حقيقية في الإنتاج. وإذا حدث ذلك فمقدار الفائدة يعتبر مرتفعاً، ومعنى ذلك أن النقود تتكلف أكثر مما تحققه من ناتج استخدامها. فمعدل الإنتاجية لا يصل في الدول الصناعية إلى أكثر من 4 % إن لم يكن أقل، في حين غالباً ما يفوق مستوى الفائدة هذا المعدل، فبديهي جداً أنه لا يمكن للمدينين أن يحققوا عائداً يمكنهم من سداد مبلغ القرض⁽¹⁾. هذا إذا كانت كل القروض الممنوحة ستوجه إلى الاستثمار أي إلى نشاط إنتاجي، أين يؤدي استخدام هذه النقود المقترضة إلى تحقيق قيمة مضافة يسد منها أصل القرض والفوائد. ولكن هناك نسبة كبيرة من القروض توجه اليوم نحو الاستهلاك وخاصة الاستهلاك التذري، ومنه فإن هذه القروض لن تساهم في تحقيق أي قيمة مضافة أو دخل يسد منه القرض والفوائد المترتبة عليه. وهذا يقودنا إلى نتيجة مهمة أنه غالباً ستكون الفوائد مرتفعة وسيؤدي تسديدها إلى استنزاف الثروات من القطاع الإنتاجي الحقيقي.

والفوائد على القرض تنمو تلقائياً مع مرور الوقت بغض النظر عن حصول عمليات حقيقية توظف التمويل في توليد الثروة ورفع الإنتاجية. ونتيجة لذلك فإن المديونية تنمو بمعدلات أسرع من معدلات نمو الثروة والدخل. فالدين لا يحتاج لكي ينمو أكثر من مرور الزمن، ولذلك يصبح نموه تلقائياً. أما الثروة فإن نموها يستلزم الكثير من الجهد والتضحية والمعرفة والإبداع⁽²⁾. وعموماً فإن سعر الفائدة سواء كان مرتفعاً (وغالباً ما يكون كذلك) أو منخفضاً فإنه يسبب الكثير من الأضرار على النشاط الاقتصادي الحقيقي والتي يمكن حصرها في ما يلي:

■ تخصيص الموارد

أن التمويل الربوي ينساب باتجاه الوحدات المليئة والتي تستطيع أن تقدم الضمانات المالية الكافية، أما المستثمر العاجز عن تقديم هذه الضمانات فلن يحصل على التمويل المطلوب ولو كان كفوء، وهذا يعني أن التمويل الربوي يسيء تخصيص السيولة⁽³⁾.

(1) السالوس علي أحمد، (2002): موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي، الطبعة 07، دار الثقافة: الدوحة، قطر، ص 123-124

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، (2011): مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، بدون رقم الطبعة، البنك الإسلامي للتنمية: جدة، السعودية، ص 42

(3) السبهاني عبد الجبار، آثار التمويل الربوي، على الموقع الإلكتروني: <http://al-sabhan.com/index.php/2012-08-21-> 02-39-44، تم الاطلاع على المقال في: 2013/04/11

في النظام الرأسمالي قد أسيء تخصيص رأس المال إلى حد كبير بين قطاعات الاقتصاد وأنواع رأس المال. فمعدل الفائدة ثمن مضلل لأنه تعبير عن المفاضلة في الأثمان لصالح الأغنياء، فكلما كانت الجدارة الائتمانية للمقترض أكبر، كان معدل الفائدة الذي يدفعه أقل، والعكس صحيح. والنتيجة هي أن المنشأة الكبيرة تكون قادرة على الحصول على أموال أكثر بسعر أقل، بسبب ارتفاع درجة تصنيفها الائتماني. ومنه فإن هؤلاء الذين هم أقدر على تحمل العبء بسبب كبر حجم مشروعاتهم، أو بسبب الارتفاع المزعوم في قدرتهم الإنتاجية، يتحملون عبأ أقل. وعلى النقيض من ذلك فإن المنشآت الصغيرة والمتوسطة، التي يمكن أن تكون أحيانا ذات إنتاجية أكبر، بمقياس مساهمة كل وحدة تمويل في الناتج الوطني، وذات جدارة ائتمانية مساوية إذا ما قيست بمقياس الشرف والاستقامة، تحصل على مبالغ أقل نسبيا وبكثير، وبأسعار فائدة أعلى بكثير. وعلى هذا الأساس فإن العديد من الاستثمارات الأكثر إنتاجية لا تنفذ بسبب عدم الوصول إلى الأموال، التي تنساب بدلا من ذلك إلى مشاريع أقل إنتاجية ولكنها أكثر أمانا. ومنه فإن معدل الفائدة ليس معيار موضوعي لإنتاجية المنشأة، بل هو معيار متحيز من معايير التصنيف الائتماني. وهذا في النظام الرأسمالي هو أحد أسباب تجاوز نمو المنشآت الكبيرة النقطة التي تملئها وفورات الحجم، مما أدى إلى تعزيز سلطتها الاحتكارية، بينما اختنقت المنشآت الصغيرة والمتوسطة بحرمانها من الائتمان. ويقع ذلك على وجه الخصوص حينما ترتفع معدلات الفائدة، وتحدث أزمة سيولة، نتيجة نقص التدفقات النقدية الداخلية. حيث أن المنشآت الصغيرة قلما تجد استجابة من المصارف المقرضة، فالقروض لهذه المؤسسات سرعان ما تلغى لأدنى إشارة إزعاج، مما يتسبب في إفلاسات واسعة الانتشار. في حين أن المنشآت الكبيرة إذا واجهتها مصاعب أعيدت جدولة قروضها وزيدت القروض الممنوحة لها⁽¹⁾. فهل هذا يعني تخصيصا أمثلا للموارد أو نظام مصرفي فعال؟

▪ الادخار والتكوين الرأسمالي

إن الظلم الواقع في توزيع المردود بين الممول والمنظم، بسبب معدلات الفائدة المتغيرة منها والثابتة، يؤدي إلى تشويه جهاز إشارة نظام الثمن، كما يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد، ومن ثمة إلى تباطؤ التكوين الرأسمالي (الادخار). ويقع هذا التشويه سواء كانت أسعار الفائدة منخفضة أم مرتفعة. فأسعار الفائدة المرتفعة تعتبر مانع من الاستثمار في النظام الرأسمالي، لأن تكاليف الفائدة

(1) شبرا محمد عمر (ترجمة سيد محمد سكر ورفيق يونس المصري)، (1990): نحو نظام نقدي عادل - دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام، الطبعة 02، دار البشير: عمان، الأردن، ص ص 100-102

تتفرض من الأرباح، ومنه يحدث تآكل في ربحية الشركات، وهو ما يؤدي إلى إضعاف الحجم الكلي للاستثمارات⁽¹⁾.

وعليه فإن التمويل الربوي يمثل عقبة بوجه الاستثمار الحقيقي، فالمنظم كما يرى Keynes يقارن بين كلفة التمويل (سعر الفائدة) والكفاءة الحدية لرأس المال أو الربح الذي يتوقع المنظم الحصول عليه من العملية الاستثمارية، وحينما لا يكون الفرق بين الكفاءة الحدية للاستثمار وسعر الفائدة كافياً لإقناع المنظم بالشروع في الاستثمار، فإنه لن يقدم عليه، وهذا يعني أن الفائدة أصبحت قيداً مؤسسياً على الاستثمار الحقيقي والطاقة الإنتاجية التي تتعلق به⁽²⁾.

كما أن معدلات الفائدة المرتفعة تؤدي إلى تراجع التمويل بالأسهم وتعيد توزيع الادخار نحو البنوك والسندات، وهو ما يؤدي إلى نمو ديون الشركات، ويضعف قدرة المشروعات على مواجهة التقلبات غير المتوقعة، كما أنه يدخل عنصر من عناصر التكلفة الثابتة، وهو ما يؤدي بدوره إلى هبوط الإنتاجية، ومنه تقلل القدرة على تعويض التكلفة المرتفعة لرأس المال المقترض. ويؤدي ذلك إلى تراجع الأرباح وهبوط أكثر في معدل التكوين الرأسمالي، ومنه زيادة اعتماد المنشآت على الديون بمعدلات فائدة مرتفعة.

وبالمقابل فإن معدلات الفائدة المنخفضة، لا تقلل جناية عن المرتفعة. ففي حين أن المرتفعة تعاقب المنظمين، فإن المتدنية تضر المدخرين الذين يستثمرون في أدوات ربوية، كما أنها من خلال توجيه عائد هزيل إلى المستثمرين وخاصة الصغار منهم، حيث كانت وسيلة لاستغلال الملايين منهم، مما أدى إلى زيادة حدة التفاوت في الدخل والثروة. كما أن معدلات الفائدة المنخفضة تنشط اقتراض الأسر والحكومات من أجل الاستهلاك، مما يؤدي إلى زيادة الضغوط التضخمية، وعندما يحين وقت السداد يتراجع معدل الادخار. كما تشجع معدلات الفائدة المنخفضة أيضاً الاستثمارات غير الإنتاجية، وتزيد من حدة المضاربة في أسواق السلع والأوراق المالية. ومنه فإن تشويه سعر رأس المال ينعش الاستهلاك، ويخفض معدلات الادخار الإجمالية، كما يؤدي إلى تدني نوعية الاستثمارات⁽³⁾.

■ النمو الاقتصادي

أن التمويل الربوي، يميل إلى التمويل قصير الأجل، وهذا يعني أن حظوظ الاستثمار الحقيقي طويل الأجل لا تنافس التوظيفات والتمويلات التجارية والمضاربة القصيرة⁽⁴⁾.

(1) شبرا محمد عمر، المصدر سبق ذكره، ص 107

(2) السبهاني عبد الجبار، آثار التمويل الربوي، المصدر سبق ذكره.

(3) شبرا محمد عمر، المصدر نفسه، ص 108 - 109

(4) السبهاني عبد الجبار، المصدر نفسه.

بما أن الشك مصدر قوي لغياب الفعالية الاقتصادية، ففي حالة الاستثمارات الربوية، يزداد الخطر المالي الذي يواجهه المنظمين، لأن كلفة فائدة رأس المال يجب دفعها بغض النظر عن النتيجة النهائية للعمل. ويزيد هذا الشك حدة إذا تقلبت معدلات الفائدة تقلبا طائشا، أو إذا تضمن اتفاق التمويل معدل فائدة عائ، مثلما يحدث في العالم اليوم. وإذا ما نص على معدل فائدة محدد، بدلا من المعدل العائم، مال الممول إلى الانتظار، إذا كان معدل الفائدة منخفضا بالنسبة لتوقعاته المستقبلية، ويميل المنظم إلى الانتظار إذا كان المعدل مرتفعا بالنسبة لتوقعاته المستقبلية، فتتم الالتزامات لفترات قصيرة جدا، ويصعب القيام باستثمارات طويلة الأجل مع توقع تجديد الائتمان لعدة مرات. ومنه فإن الاستثمار يعاني في النهاية من هبوط الإنتاجية وانخفاض معدل النمو. وقد سبق وأن أشرنا أن معدلات الفائدة إذا ارتفعت قللت من الأرباح، أي نصيب المنظم من العائد الإجمالي، وضائق السيولة بانخفاض التدفقات النقدية الداخلية، وصار من الضروري زيادة الاقتراض القصير الأجل، ودوران الائتمان بمعدلات أعلى (حيث أن الممارسة العامة لرجال المصارف هي تجديد الائتمان لكن بمعدلات فائدة أعلى بدرجة ما)، مما يساهم في تقليل الأرباح ويؤدي أحيانا إلى حالات الإفلاس. وهذا يفسد مناخ الاستثمارات الطويلة الأجل، ويعيق النمو الاقتصادي. ومن جهة أخرى فإن هبوط أسعار الفائدة، يستغل المدخرين ويزيد من الإنفاق الاستهلاكي، ومن حرارة نشاط المضاربات ويعزز الاستثمارات غير الإنتاجية، كما أنه يساهم أيضا في التوسع الائتماني غير الصحي والضغط التضخمي، ويضر بالاستثمار الطويل الأجل وبالنمو⁽¹⁾.

2.2. انفصال التمويل المباشر عن القطاع الحقيقي عبر المضاربة

تكون البورصة في غير صالح الاقتصاد الحقيقي لما يصبح المنطق المالي هو الذي يحرك القرارات الاقتصادية، ويمكن التوصل من خلال المنطق المضاربي إلى فك الارتباط بين الأسعار والواقع، فتصبح قيم الأسهم والسندات بعيدة جدا عن القيمة الاقتصادية لها، كما رأينا في الفصل الأول. ويرى بعض المدافعين عن المالية التقليدية أن المضاربة ضرورية لحسن سير الأسواق، لأنها تعمل على توفير السيولة في الأسواق المالية، ولكن الإفراط في المضاربة التي تعمقت في ظل عولمة الأسواق المالية⁽²⁾ هو الذي أدى إلى عدم الاستقرار، وذلك نتيجة سيطرت المردودية المالية الفورية على حساب التنمية في المدى الطويل⁽¹⁾.

(1) شبرا محمد عمر، المصدر سبق ذكره، ص ص 116 - 117

(2) العولمة المالية هي ظاهرة تترجم الاندماج المكاني والزمني للعديد من مكونات النظام المالي الدولي، أي ما بين العمليات المالية القصيرة الأجل والعمليات المالية الطويلة الأجل، وما بين العمليات الأكيدة والمشروطة، وما بين الأسواق المالية المحلية والدولية. وقد أصبح ذلك ممكنا بعد رفع القيود على الحركات الدولية لرؤوس الأموال، ومنه فإن المتعاملين في بحثهم عن رؤوس أموال للاقتراض أو

فالمضاربة التي تغذت بالزيادة في المداخل الجاهزة نتيجة انخفاض الضرائب وتوفر السيولة، مما أدى إلى استمرار نمو الكتلة النقدية بفعل أثر الرافعة ⁽²⁾ الذي كان يركز على منطق صناعي في سنوات 1960-1970، أي تمويل الاستثمارات الحقيقية بالمديونية للرفع من مردودية الأموال الخاصة، والذي أستخدم بأثر الرافعة المرتكز على منطق المضاربة، أي تمويل توظيفات مضاربة لتحصيل قيمة مضافة.

في هذه الشروط تحول التضخم النقدي من الجانب الحقيقي إلى الجانب المالي وأسواق الأصول المضاربة (أصول مالية وعقارية)، وتحصيل القيمة المضافة يبقى غير أكيد (مشروط)، ومنه فإن نمو الثروة التي استفاد منها المضاربون (حاملو الأصول المالية) هي ثروة اسمية أو وهمية، لا ترتبط بأي نمو في الثروة الحقيقية للأمم ⁽³⁾.

فالأفق الزمني للمتعامل في السوق المالي ليس نفسه الأفق الزمني الخاص بالمنتج أو المقاول، بينما هذا الأخير يفضل المدى الطويل، فإن المتعامل في السوق المالي مدفوع للتفكير والتصرف على المدى القصير، أي أنه يتفادى ثبات رؤوس الأموال التي يمكن أن تبدو له كعقوبة. السوق هو الذي يفرض عليه كيف يتصرف، فيمكن له وبشكل عقلائي أن يمتلك أوراق مالية مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية عندما يتوقع أن حركة ارتفاع الأسعار سوف تستمر، فهو يريد من خلال ذلك تحقيق أرباح في رأس المال عبر كونه مشتري. فانه وعبر ذلك لا يقوم إلا بتشجيع حركة ارتفاع الأسعار، وهذا ما يجعل من توقعاته ذاتية التحقق ⁽⁴⁾. هذا التحليل يبين لنا أن توقعات الأعوان ليست متجهة نحو الاقتصاد الحقيقي، ولكن نحو توقعات المتدخلين الآخرين، هذه القاعدة المبنية على التقليد تؤدي إلى انفصال بين المالية والاقتصاد الحقيقي ⁽⁵⁾.

للتوظيف لديهم الحرية في تحقيق تلك العمليات إما على مستوى الأسواق المحلية، أو على مستوى الأسواق الدولية... (Dufloux Claude et Margulici Laurent, (1997) : Finance internationale et marchés de gré à gré, 2^e édition, Economica : Paris, France, p 26)

⁽¹⁾ Teulon Frédéric, (1997) : Les marchés des capitaux, Seuil : Paris, France, p73

⁽²⁾ أثر الرافعة (effet de levier) هو الاستخدام للتمويل المقترض (الديون) في الهيكل المالي بما يؤدي إلى تعظيم معدل العائد على حق الملكية، ويتضمن التمويل المقترض على التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل المقترض قصير الأجل... (محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2013، ص 316). كما تعرف بأنها درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر تمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروض أو سندات أو أسهم ممتازة، مما يؤثر على درجة المخاطرة التي تتعرض لها... (الزبيدي حمزة محمد، (2008): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة 02، دار الوراق: عمان، الأردن، ص262)

⁽³⁾ Siroen Jean-Marc, (1994) : L'économie mondiale- contraintes et perspectives, Armand Colin : Paris, France, p63

⁽⁴⁾ Andreau Jean, Christian de Boissieu, Bourguinat Henri, Chaunu Pierre, Cohen Dany, Alain Cotta, Gilles Cottreau, Deflassieux Jean, Derrida Jacques, Fabra Paul et autres, op.cit, p 257

⁽⁵⁾ Orléan André, (mars 2008) : La notion de la valeur fondamentale est-elle indispensable à la théorie financière ?, op.cit, pp 125-126

■ المشتقات أهم أدوات المضاربة

المدافعون عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية، وهذه العملية هي ما يسمى بالتحوط. ولكن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع. ومنه فإن المشتقات هي نفسها أدوات المضاربة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة⁽¹⁾. حيث أن ما بين 1 و 3% فقط من العمليات على المشتقات المالية الغرض منها درء المخاطر عن النشاط الصناعي والتجاري، أما الباقي فليس سوى عمليات مضاربة⁽²⁾. وسوف نتطرق في المبحث اللاحق إلى طبيعة هذه الأدوات المالية ولماذا أصبحت أهم أدوات المضاربة الأسواق المالية.

إن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي، حيث بلغت سنة 2010 ما يعادل 434000 مليار دولار⁽³⁾، وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الأخرى. والسبب أن المشتقات لا ترتبط تعاقدًا بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر. وحيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا هو الحاصل بالضبط. ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المضاربات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الاقتصادي الحقيقي، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المضاربات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعاً لذلك⁽⁴⁾. ونرى أيضاً أن كل تدخل من قبل الدول لمساعدة المنظمات المالية التي خسرت في لعبة المضاربة هو خطأ، لأنها

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، المشتقات المالية أدوات للتحوط أم للمجازفة؟، مقالات في التمويل الإسلامي، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.kantakji.com/media/8343/n333.pdf> ، تم الاطلاع على المقال في: 2011/01/22

(2) هانس بيتر مارتين وهارالد شومان (ترجمة عدنان عباس علي)، (1998): فخ العولمة - الاعتداء على الديمقراطية والرفاهية، بدون رقم

الطبعة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب: الكويت، الكويت، ص 101

(3) 10 fois l'économie réelle - l'influence de la sphère financière mondiale, disponible sur le lien :

<http://ianikmarcil.com/2011/08/15/10-fois-leconomie-reelle-lenflure-de-la-sphere-financiere-mondiale/>, consulté le : 20/11/2013

(4) السويلم سامي بن إبراهيم، المصدر نفسه.

من ناحية ستشجع على المضاربة، ومن ناحية أخرى فإنها تساهم في التحضير لأزمات مالية جديدة⁽¹⁾.

لقد نشرت دراسة سنوية حول الأسواق المالية سنة 2011 من قبل شركة Mckinsey للاستشارات، وهذه الدراسة حملت العنوان "رسم خريطة أسواق رؤوس الأموال العالمية سنة 2011"⁽²⁾، وقد كانت هذه الدراسة جد كاشفة في هذا المجال، فقد تم إحصاء قيمة مجموع الأصول المالية "التقليدية أو الكلاسيكية" على المعمورة (أسواق البورصة، السندات الحكومية والخاصة، القروض بنكية... الخ) في 2010 بـ 212000 مليار دولار، في حين كانت تمثل سنة 1990 ما يعادل 5400 مليار دولار، أي أنها قد تضاعفت أربعة مرات في 20 سنة.

وخلال نفس الفترة، فإن قيمة كل السلع والخدمات المنتجة على المعمورة (النتاج الداخلي الخام PIB) لم تتضاعف إلا بـ 2.8 مرة، في حين أنه إذا أضفنا إلى هذه الأصول المالية التقليدية ما يسمى بـ "المنتجات المشتقة أو المشتقات" (هذه المجموعة من الأدوات المالية التي تضاعفت بسرعة خيالية منذ سنوات 1980) سوف نصل إلى مبالغ جد خيالية، ففي سنة 1990، قدرت قيمة المنتجات المشتقة⁽³⁾ بـ 3450 مليار دولار، في حين بلغت سنة 2010 ما يعادل 434000 مليار دولار، أي تضاعفت بـ 125 مرة خلال 20 سنة.

والنتيجة هي أنه في أقل من 20 سنة احتلت المالية التقليدية مكانة غير قابلة للقياس بالمقارنة مع ما يسمى الاقتصاد الحقيقي. والجدول والبيان أسفله يصوران لنا بشكل واضح هذه الظاهرة. فقد كان القطاع المالي سنة 1990 لا تمثل إلا 2.6 مرة الاقتصاد الحقيقي، بينما أصبح يمثل سنة 2010 أكثر من 10 مرات حجم الاقتصاد الحقيقي⁽⁴⁾.

(1) Sadigh Elie, (2010) : La financiarisation – capital contre travail, l'Harmattan : Paris, France, pp 99 – 102

(2) "Mapping global capital markets 2011 "

(3) هذه الأرقام هي تقديرات International Swaps and Derivatives Association، وهي أكثر تحفظ من تقديرات بنك التسويات الدولية، الذي يقيم حجم المشتقات المالية بـ 600000 مليار دولار.

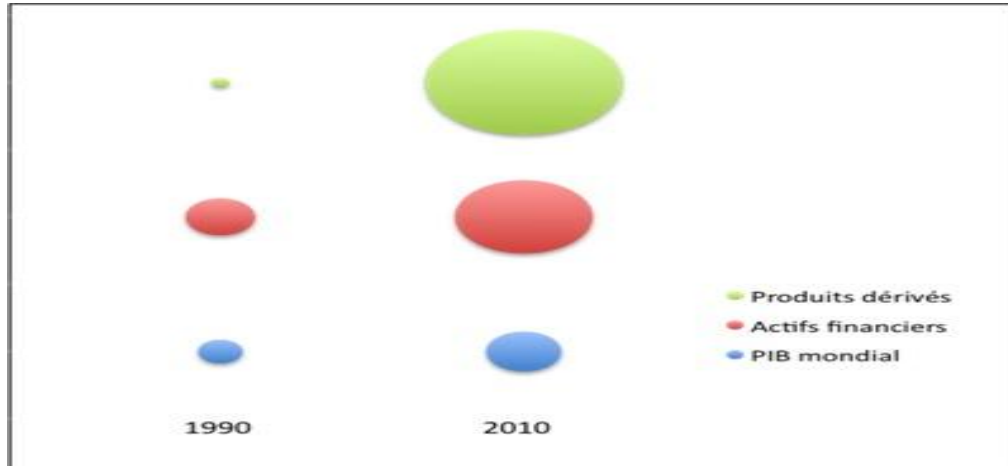
(4) 10 fois l'économie réelle : l'influence de la sphère financière mondiale, article publié le 15/08/2011 , op.cit.

الجدول رقم (02): حجم الأصول المالية بالنسبة لحجم الإنتاج العالمي الحقيقي سنتي 1990 و 2010

TCAM	2010	1990	بالمليار دولار
% 4.5	62909	22180	PIB العالمي
% 7.1	212000	54000	أصول مالية تقليدية
% 27.3	434000	3450	مشتقات
/	3.4	2.4	أصول مالية تقليدية / PIB
/	10.3	2.6	الدائرة المالية / PIB

TCAM: معدل النمو السنوي المتوسط

الشكل رقم (12): تطور حجم القطاع المالي بالنسبة للقطاع الحقيقي العالمي (1990 - 2010)



المصدر: 10 fois l'économie réelle – l'influence de la sphère financière mondiale, op.cit

المطلب الثاني: نتائج انفصال التمويل التقليدي عن القطاع الحقيقي

1. سيطرة رأس المال على العمل والإنتاج الحقيقي

في الاقتصاد الصناعي الحديث يكتسب الإنتاج أهمية كبيرة لا بسبب السلع التي ينتجها فقط وإنما بسبب ما يوفره من فرص للعمل والدخل ⁽¹⁾. فرأس المال أمكنه عبر حركاته المضاربة اقتناص أرباح تتعدى تلك القائمة على الإنتاجية، لذلك لم يعد من الأولويات الحفاظ على فرص العمل، توافقا مع مصلحة أرباب العمل والشركات الكبرى التي يضمنها المذهب الليبرالي الجديد ⁽²⁾. يشهد العالم اليوم تضخم الجانب المالي للاقتصاد على حساب الجانب الحقيقي منه، فالممثلين الجدد للمالية التقليدية يبحثون عن السيولة والمردودية المالية القصيرة الأجل، في حين تكون المؤسسات الاقتصادية في حاجة إلى تمويل طويل أجل. والاستثمارات المالية ذات الهدف المضاربي، أصبحت شيئا فشيئا تفوق الاستثمارات المباشرة ذات الهدف الصناعي والتجاري ⁽³⁾. وفي ظل العولمة المالية وسيادة الرأسمالية المالية أصبحت مردودية التوظيف في السوق المالي أعلى من عائد الاستثمار المنتج، مما أدى بالمؤسسات إلى تفضيل التوظيف في البورصة على انجاز مشروعات منتجة، وهو ما يعرف بأمولة الاقتصاد ⁽⁴⁾، وما يحمله من ضرر بالجهاز الإنتاجي والعمل ⁽⁵⁾.

ويمكن أن نفسر هذا اللاتوازن بالتحول السلبي المضر بالنشاطات المنتجة لصالح المردودية الفورية ولكن وهمية على المدى الطويل، فمن الواضح أن الشركات المسعرة في البورصة يجب عليها أن تحقق أقصى الأرباح حتى تجذب الادخار، لأن النشاطات المالية الجديدة مثل الأسواق لأجل التي يكون أثر الرافعة فيها مرتفع، يمكن أن تمارس جاذبية أعلى من مثيلتها للتسيير التقليدي للنشاطات الإنتاجية والتجارية، والتي تتطلب مدة أطول لتحقيق مردودية مالية، فالخطر الأساسي الذي يهدد النشاط الإنتاجي هو التفضيل المبالغ فيه للنظرة القصيرة الأجل والتي غالبا ما تكون منحرفة. والمنطق المالي في الدول المتطورة أثر على الاستثمار ومنه على الإنتاجية، فبالنسبة للمؤسسات وفي السابق كان تحقيق مردودية الأموال الخاصة يتم عن طريق إقامة اقتصاد يعتمد على رأس

(1) اليحياوي يحيى، (1999): العولمة أية عولمة، بدون رقم الطبعة، إفريقيا الشرق: بيروت، لبنان، ص 197

(2) جالبريت جون كنييت في أحد كتبه (نقلا عن مقال للأستاذ مولى عبد الله)، (2001): قضايا أساسية، مجلة الأمل (العدد 06)، نادي الاقتصاد، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، ص 23.

(3) Plihon Dominique, (1997) : Les enjeux de la globalisation financière – La mondialisation au-delà des mythes, La Découverte, Paris, France, p 75

(4) يقصد بمصطلح "أمولة الاقتصاد" (financiarisation de l'économie) تغليب البعد المالي على الأبعاد الأخرى في القرار الاقتصادي.

(5) Apropos du développement de la mondialisation financière, disponible sur le lien : <http://France-attach.org> , consulté le : 10/03/2009

المال المنتج في المدى الطويل، أي أن مردودية الأموال تتحقق من خلال إنتاجية العمل التي انعكست في علاقة رأس المال بالقيمة المضافة المحققة من قبل الشركات غير المالية. أما في نظام النمو الجديد فإن ضغط المستثمرين المؤسسيين⁽¹⁾ لتحسين مردودية رأس المال أدت إلى تراجع مؤشر "رأس المال/ إنتاج" مرفوق بنمو ضعيف لإنتاجية العمل، وكان هذا التراجع بسيط في أوروبا وعميق في الولايات المتحدة الأمريكية⁽²⁾.

لقد ركز المستثمرون المؤسسيون (صناديق المعاشات، منظمات التوظيف الجماعي OPCVM، شركات التأمين...) على أسواق الأسهم في الدول الصناعية المتطورة، حيث وظف المستثمرون المؤسسيون الأمريكيون سنة 2000 حوالي 40% من أصولهم على شكل أسهم، وهو ما يعادل 60% من رأسمال البورصة الأمريكية، في حين بلغت 20% سنة 1970، وذلك مقابل تراجع حصة المستثمرين الأفراد في حيازة أسهم الشركات المسعرة من 70% سنة 1960 إلى حوالي 40% سنة 1998 في الولايات المتحدة الأمريكية، ونفس الشيء حدث في بقية الدول الصناعية المتطورة من تأثير المستثمرون المؤسسيون على الشركات المسعرة منذ سنوات 1970 وخاصة منذ نهاية سنوات 1980، حيث عملوا على الرفع من أرباح المؤسسات من خلال ممارسة حقوقهم الانتخابية في التجمعات العامة للمساهمين، وركزوا على توجيه إستراتيجية المؤسسات بطريقة تؤدي إلى الرفع من قيمة أوراقهم المالية والأرباح الموزعة باستمرار. وفي هذا النموذج من حكومة المؤسسات⁽³⁾، أصبح مسيري المؤسسات خاضعين مسبقا لحكم المساهمين فيها، وعليه أصبحت مردودية الأسهم أولوية بالنسبة للمؤسسات التي تريد زيادة رأسمالها، ومنه الاهتمام بالمردود السريع الذي يدفع بالمؤسسات إلى تفضيل الاستراتيجيات القصيرة الأجل على حساب الاستراتيجيات الطويلة والمتوسطة الأجل⁽⁴⁾.

إن دخول المستثمرين المؤسسيين في رأسمال المجموعات الصناعية في الدول الصناعية المتطورة، أدى إلى تغيرات مهمة في أشكال العلاقات بين المالية والصناعة، حيث كان لذلك نتائج

(1) المستثمرون المؤسسيون، هي مؤسسات تقوم بتجميع ادخار الأفراد، الراغبين في ادخار أموالهم على شكل أصول مالية ولكن لا يملكون الخبرة الكافية. وعبر إدارة الادخار الجماعي، فإن هؤلاء المستثمرون المؤسسيون لديهم إمكانية التأثير على تطورات الأسواق المالية، وأسعار بعض الأسهم... : Dictionnaire de Finance, 2^e édition, Vuibert : (Josette et Max Peyrard, 2001) Paris, France, p 147)

(2) Aglietta Michel, (1999) : La globalisation financière- L'économie mondiale 2000, La Découverte : Paris, France, p 59

(3) حكومة المؤسسات (gouvernance d'entreprise)، هو نظام علاقات بين إدارة المؤسسة والمساهمين في رأسمالها، حيث يتم إعطاء المسيرين كل الحرية في تسيير المؤسسة لصالح المساهمين، كما يمكن التخلي عن خدماتهم واستبدالهم بأخرين أكثر كفاءة، إذا كانت النتائج غير مرضية بالنسبة للمساهمين... (Josette et Max Peyrard, idem, p131)

(4) Barel Etienne, Beaux Christophe, Kesler Emmanuel et Sichel Olivier, (2000) : Economie politique contemporaine, Armand Colin : Paris, France, p 235

مهمة على العمل، وذلك عبر مراقبة متواصلة لإستراتيجية المجموعات الصناعية من قبل مسيري صناديق التوظيف الجماعي من أجل تقريب وجهات النظر بين المسيرين الصناعيين والمسيرين الماليين.

في سنوات التسعينات حققت حكومة المؤسسات مستويات جد مرتفعة لمردودية التوظيف في الأسهم، وقدمت هذه المستويات العالية كمعيار شبه مقدس، مما خلق ضغط متزايد على المؤسسات في استخدام رأسمالها من أجل تحقيق مستويات جد مرتفعة من فائض القيمة، والذي مقياسه هو إنتاجية العمل، ومنه لم ولن يمكن إرضاء ما ينتظره المستثمرون دون حدوث قفزة في أشكال استغلال العمل. ورغم ما تسمح به تكنولوجيات المعلومات والاتصالات بإدخال مرونة عالية في سوق العمل إلا أن متطلبات المردودية المالية العالية، التي تتجاوز كثيرا الإمكانيات الموضوعية لتوليد أرباح بالنسبة لعدد كبير من النشاطات الاقتصادية، أدى إلى إدماج فوائض القيمة المرتبطة بحركة أسعار الأصول، هذا بالإضافة إلى الأرباح الناتجة عن عملية الإنتاج⁽¹⁾.

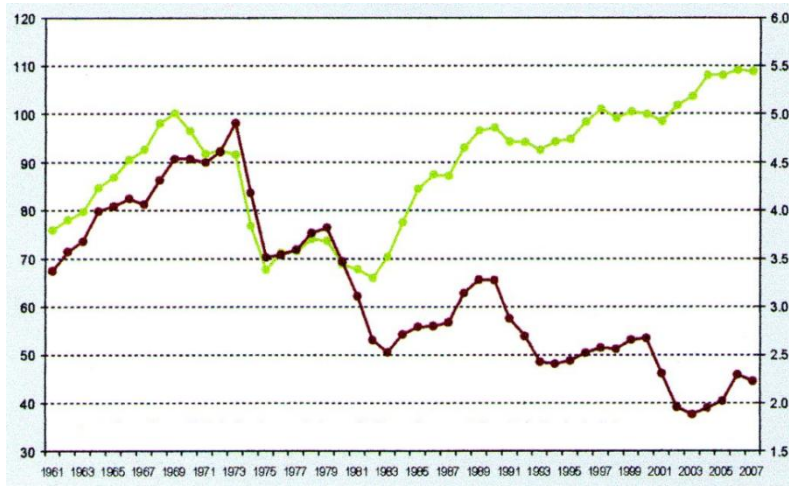
إن العالم اليوم يشهد زيادة الاستقطاب الاجتماعي وتركيز الثروة، والدليل على ذلك هو تراجع نصيب الأجور إلى الناتج المحلي الإجمالي لصالح الأرباح والفوائد والريع التي توسع نطاقها وتوجهت للاستثمار في الحقل المالي، مع العلم أن نصيب الضرائب على الأجور يرتفع باستمرار وهو مؤشر عالمي لا يخص دولا بعينها⁽²⁾. حيث قامت مختلف الحكومات بالتركيز على تقليص الضرائب على مداخيل رأس المال الثابتة، وذلك لتفادي التهرب الضريبي من قبل المستثمرين (خاصة غير المقيمين) نحو دول أخرى تطبق ضرائب أقل⁽³⁾.

⁽¹⁾ Chesnais François, Duménil Gérard, Lévy Dominique et Wallerstein Immanuel, Une nouvelle phase du capitalisme ?, op.cit, pp 62 -48

⁽²⁾ هانس بيتر مارتنين وهارالد شومان، المصدر سبق ذكره، ص 21

⁽³⁾ D'Arvisenet Philippe et Petit Jean- Pierre, (1999) : Economie internationale- la place des banques, Dunod : Paris, France, p108

الشكل رقم (13): مقارنة معدل التراكم بمعدل الربح في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي واليابان خلال الفترة 1961 - 2007



معدل الربح، السلم على اليسار

معدل التراكم، السلم على اليمين

إن معدل الربح يربط بين الربح ورأس المال، أما معدل التراكم يقارن الاستثمار برأس المال

المصدر: <http://www.lagauche.com>, consulté le : 02/01/2013

من المفروض أن تطور معدل التراكم يتبع ومن قريب تطور معدل الربح. هذا القانون لم يعد يعمل منذ بداية سنوات 1980، مثلما يبينه الشكل أعلاه. حيث نلاحظ بالنسبة لكل من الولايات المتحدة، الاتحاد الأوروبي واليابان أن المنحنى الممثل لمعدل التراكم (الأحمر) يتراجع، في حين أن معدل الربح الممثل بالمنحنى الأخضر يشهد حركة ارتفاع. هذا يترجم بارتفاع حصة الأرباح الغير مستثمرة الناتجة عن تراجع فرص الاستثمار ذات مردودية عالية جدا. إن الكتلة المتزايدة النمو من الأرباح الغير مستثمرة قد تم توزيعها أساسا على شكل مداخيل مالية (فوائد وحصص الأرباح)، ومنه فإن الفرق بين معدل الربح ومعدل الاستثمار هو مؤشر على سيطرة المالية أو أموال الاقتصاد. يمكن كذلك أن نلاحظ أن ارتفاع البطالة وعدم الاستقرار يسيران بالتوازي مع نمو القطاع المالي، ومنه فإن ارتفاع الأرباح الغير مستثمرة هو الذي يغذي المالية وهو ما يجعلنا نتحدث عن مالية طفيلية⁽¹⁾.

ومنه هناك حاجة ملحة لأن يتاح لأسواق المال إطار مؤسسي وتنظيمي للحد من الأضرار التي تصيب القدرة الإنتاجية والنمو وخلق الوظائف، فالتساؤل قائما عن سبب عدم كفاية المدخرات

⁽¹⁾ Husson Michel, (octobre 2008) : La finance et l'économie réelle, article publié dans la revue politique **revue de débats** (n° 56), disponible sur le lien : <http://www.politique.eu.org/spip.php>, consulté le : 14/05/2013

اللازمة للنشاط الإنتاجي في حين أن حجم رؤوس الأموال في الأسواق المالية تزيد بعدة مرات حجم الإنتاج في كل سنة⁽¹⁾.

2. عدم الاستقرار الاقتصادي وحوادث الأزمات المالية

لقد أصبحت الأزمات المالية سمة الرأسمالية المعاصرة، فلا تكاد الدول الصناعية المتطورة تخرج من أزمة حتى تدخل في أزمة أخرى، ومنه لابد من التعرض للأسباب الجذرية للأزمات والتصدي لها بدلاً من إجراءات الترفيع التي تمارسها هذه الدول.

▪ دور الفوائد في عدم الاستقرار الاقتصادي وحوادث الأزمات

إن معدلات الفائدة المتقلبة تخل بالاستقرار، فمن جهة إذا كان معدل الفائدة منخفض مقارنة مع الربح (الربح والفائدة)، ارتفع الطلب على الأموال من أجل كل الاستثمارات، بما في ذلك الاستثمارات الثانوية، وانخفضت نوعية الاستثمارات كما بينا سابقاً. وكلما انخفضت معدلات الفائدة كلما زادت المضاربة في سوق الأوراق المالية والسلع. وهذا يجعل من الصعب الحصول على أموال للاستثمار الطويل الأجل، لأن الالتزام المالي لأغراض المضاربة هو التزام قصير الأجل، في حين أن الالتزام لأغراض الاستثمار الحقيقية هو التزام طويل الأجل. إن نشاط المضاربات المتزايد يحدث قلقاً في الدوائر الرسمية، ويؤدي إلى تبني سياسة نقدية تقييدية ترفع من معدلات الفائدة، ومنه فإن ذلك يقلل من نشاط المضاربات، ولكنه لا يزيد من الاستثمارات الحقيقية، لأن معدل العائد على رأس مال المخاطرة (العائد على الأسهم) ينخفض نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس يبقى رأس مال المخاطرة في موضع سيء سواء كان معدل الفائدة مرتفع أم منخفض. ومنه فإن التقلبات التي تحدثها معدلات الفائدة في أسواق الأوراق المالية والسلع تمارس تأثيراً مقللاً على الاقتصاد ككل.

إن معدل الفائدة يفسد عمل السياسة النقدية، فالمصرف المركزي يمكنه إما أن يراقب معدلات الفائدة أو رصيد النقود (الكتلة النقدية). فإذا ما حاول تثبيت معدلات الفائدة، فقد السيطرة على عرض النقود. وإذا ما حاول تحقيق نمو معين في عرض النقود، صارت معدلات الفائدة (وخاصة المعدلات القصيرة الأجل) متقلبة جداً. وقد أوضحت التجربة أنه من المستحيل تنظيم هذين العنصرين بطريقة متوازنة يمكن معها السيطرة على التضخم، دون أن يضر ذلك بالاستثمار. والتقلبات الشديدة القصيرة الأجل سواء في معدلات الفائدة أو في كمية النقود تولد الشكوك وتجعل

⁽¹⁾ Alicia Giron, Eugenia Correa، (جويلية 1999): أسواق المال العالمية - إزالة القيود وتواتر الأزمات، المجلة الدولية للعلوم

الاجتماعية - العولمة اليونسكو (العدد 06)، ص 65

تخطيط المستثمرين الطويل الأجل غاية في الصعوبة. وتحدث حركات لولبية في أسواق السلع والعملات والأوراق المالية.

إن التقلبات الشديدة في معدلات الفائدة تجعل من الصعب الحفاظ على استقرار أسعار الصرف. ففي نظام الصرف الثابت، تجعل من المستحيل الاحتفاظ بثبات أسعار الصرف، بسبب تحرك النقود "الحارة" للاستفادة من ميزة الفروق بين معدلات الفائدة. والجهد الرامي لتثبيت سعر الصرف يؤدي إلى خسارة كبيرة في احتياطات البنك المركزي، وزعزعة الثقة بقوة العملة. وفي نظام تعويم سعر الصرف، حينما يحاول السعر أن يجد مستواه التوازني وينقلب تقلبا مفرطا استجابة لحركات معدل الفائدة الدولية وقوى المضاربة التي لا علاقة لها بالظروف الاقتصادية المحيطة، ويصبح من الصعب التنبؤ بأسعار الصرف. وهذا يجعل التخطيط الطويل الأجل مسألة شبه مستحيلة. إن الدولة التي تواجه ركودا اقتصاديا تكون غير قادرة على الاحتفاظ فيها بمعدلات الفائدة منخفضة، لأن هذه السياسة تؤدي إلى تدفق الأموال إلى الخارج وتخفض من سعر صرف عملتها، وترفع كلفة معيشتها. ولمنع حدوث انخفاض أكثر في سعر الصرف، تضطر هذه الدولة إلى الحفاظ على معدلات الفائدة عند مستوى أعلى من ذلك الذي تمليه الحاجة إلى استعادة النشاط الاقتصادي. وهذا يؤدي بالمقابل إلى تباطؤ استعادة النشاط⁽¹⁾.

إن الفوائد أو ما يسمى بخدمة الدين والأقساط تدفع بطبيعة الحال من الدخل ومن المدخرات الناتجة عن النشاط الحقيقي، ولكن مع النمو المتسارع للمديونية لا يعود بمقدور الدخل أن يفي بمستحقات خدمة الدين وأقساطه، ويصبح الوضع غير قابل للاستمرار. ونمو الدين بمعدلات أعلى من نمو الدخل والثروة يؤدي إلى ما يعرف بالهرم المقلوب، حيث تتراكم ديون ضخمة على قاعدة ضئيلة من الثروة والدخل والأصول الحقيقية. هذا الوضع غير مستقر لأن قاعدة الهرم تتضاءل باستمرار بالنسبة للقمة، لأن تزايد الديون يستلزم تزايد خدمة الدين وتكاليفه، التي تدفع من الدخل والثروة الناتج من النشاط الاقتصادي الحقيقي. هذا بالإضافة إلى المخاطر العالية التي يصبح الاقتصاد معرضا لها بحيث لا يستطيع الصمود أمام أدنى الهزات والتقلبات في الأسواق أو العوامل الخارجية، ولذلك لابد من تصحيح وضع الهرم المقلوب، وذلك إما من خلال انهيار بسبب إفلاس المدنيين وعجزهم عن السداد، أو من خلال تضخم جامح، والنتيجة هي شطب الديون الهائلة التي لم تكن تستند إلى أصول حقيقية، وكلما تأخر تصحيح الوضع كلما كانت التكلفة أكبر⁽²⁾.

بالنسبة للمديونية، فيكاد لا توجد حدود للتوسع فيها، وقد بالغت المؤسسات المالية في التوسع في هذه الأصول للمديونية، وكانت التجارب السابقة قد فرضت ضرورة وضع حدود علي التوسع في

(1) شبرا محمد عمر، المصدر سبق ذكره، ص ص 112 - 114

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مصدر سبق ذكره، ص ص 43 - 44

الاقتراض. ومن هنا استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية علي ربط حدود التوسع في الاقتراض بتوافر حد أدنى من الأصول المملوكة، فالمدين يجب أن يمتلك حداً أدنى من الثروة حتى يستدين، وأن يتوقف حجم استدانته علي حجم ملكيته للأصول العينية. ولذلك حددت اتفاقية بازل للرقابة علي البنوك حدود التوسع في الإقراض للبنوك بألا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لهذه البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأسمال واحتياطي. ورغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب، فإن ما يعرف باسم بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة لا يخضع لرقابة البنك المركزي. ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من ستين ضعفاً من حجم رؤوس أموالها، ويقال إن الوضع بالنسبة لبنك Lehman كان أكبر، وهذه الزيادة الكبيرة في الاقتراض تعني مزيداً من المخاطر إذا تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد كما حدث بالنسبة للأزمة العقارية، كما سنشير لاحقاً.

وتتوسع المؤسسات المالية في الإقراض والاقتراض لسبب بسيط وهو الجشع، فمزيد من الإقراض والاقتراض يعني مزيداً من الأرباح، أما المخاطر الناجمة عن هذا التوسع في الإقراض فهي لا تهتم مجالس الإدارة في معظم هذه البنوك، والتي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الأجل، حيث يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة، ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك، وهكذا أدى الاهتمام بالربح في المدى القصير إلي تعريض النظام المالي للمخاطر في المدى الطويل⁽¹⁾. ومنه فالمشكلة تكمن في انحراف القطاع المالي وتوسعه غير المنضبط في إصدار أدوات الدين أكثر من حاجة الاقتصاد العيني، فهو نوع من التوسع السرطاني والعلاج يكون بإخضاع القطاع المالي للمزيد من الانضباط والمسؤولية⁽²⁾.

▪ دور المضاربة في عدم الاستقرار الاقتصادي وحوادث الأزمات

وتساهم المضاربة في تدهور استقرار الاقتصاد المحلي والاقتصاد الدولي في ظل العولمة المالية إذا أدت إلى تكوين فقاعات مضاربة يمكن أن تتفجر في أي لحظة، كما أن استخدام المشتقات المالية في عمليات المضاربة حول هذه الأخيرة من عامل استقرار إلى عامل اضطراب. تحدث الفقاعة المضاربة حينما يقوم المضاربون بشراء أصل مالي يفوق قيمته الأساسية في ظل توقع مكاسب رأسمالية عالية، وفي كل مرة تنمو الفقاعة وتتضخم وقد تتفجر وتخلق أزمة. ففي

(1) البيلاوي حازم، الأزمة المالية العالمية- محاولة للفهم، على الموقع الإلكتروني: http://archive.libya-al-mostakbal.org/Mokhtarar/october2008/hazem_albablawi_financial_crises.pdf، تم الاطلاع على المقال في: 2011/07/08

(2) المنسي رضا فتحي علي، إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة، على الموقع الإلكتروني: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=72871>، تم الاطلاع على المقال في: 2014 /12/10

الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً وفي سنوات 1990 فإن العديد من الأصول المالية المرتبطة بالتكنولوجيا الجديدة ارتفعت قيمتها من 700% إلى 1000% ، وقدّر المحللون أن 80% منها مبالغ في تسعيرها، ذلك أن ارتفاع أسعار أسهم مصنع ما مثلاً لا يكون ناتج عن زيادة الأرباح المحققة⁽¹⁾.

■ **العلاقة بين الائتمان والمضاربة في عدم الاستقرار الاقتصادي والتحضير للأزمات**
حتى يكون الدخول إلى سوق الأصول المالية جذاباً بالنسبة للمضاربين، لابد أن تتصاعد من فترة إلى أخرى أسعار هذه الأصول التي يتم المضاربة عليها، أي أن تنمو الفقاعة وأن تتضخم، ولكي يحدث ذلك لابد من ضخ كمية من القوة الشرائية في السوق تكون كفيلاً برفع أسعار الأصول، بحيث يعقب ذلك موجة أخرى من القوة الشرائية لتظل الأسعار في ارتفاع مستمر، إلى أن يوقن المتعاملون في السوق أن الأسعار وصلت إلى حدها الأقصى، وبالتالي معدل العائد إلى السعر قد وصل إلى مستويات لا يمكن تبريرها، فتبدأ عملية التصحيح التي قد تتحول إلى انفجار بناء على مدى نمو الفقاعة. ولا شك أن الأزمات المالية المتعاقبة أظهرت أن الانفجار الغير مستحب للفقاعة المضاربة يمكن أن يؤدي إلى نتائج مدمرة⁽²⁾.

ومنه فإن الائتمان يدعم المضاربة لأنه إذا كان بإمكان المتعاملين الاقتصاديين شراء أسهم (أو أصول أخرى)، عند توقع ارتفاع الأسعار، مع تمويل مشترياتهم بقروض مصرفية مضمونة بإيداع الأسهم، فإن الأسعار ترتفع في الحال، إذ أن القوة الشرائية المستخدمة في السوق قد خلقت من لاشيء بواسطة الائتمان⁽³⁾، وكل من اشترى في مثل هذه الظروف سيشهد في الغد ارتفاع الأسعار، وهذا الارتفاع سيتحقق ذاتياً، ويحفزه إلى الاقتراض من جديد، لأجل الشراء من جديد، وبهذا فالارتفاع يجلب الارتفاع.

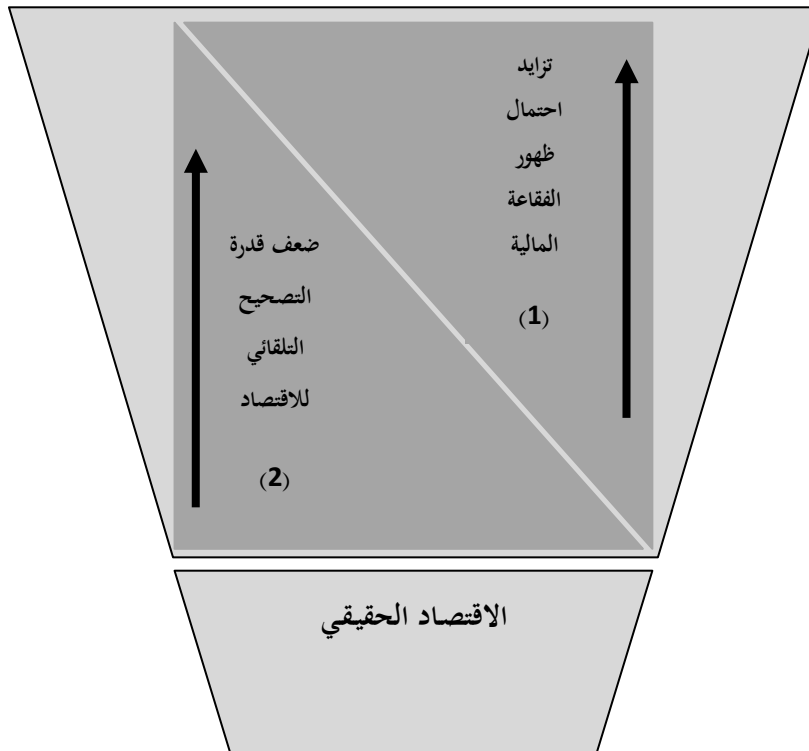
غير أن هذه العملية لا يمكن أن تستمر إلى ما لا نهاية، ففي لحظة أو أخرى، يدرك بعض المتعاملين المتبصرين أن الأسعار صارت غير معقولة أي بعيدة جداً عن قيمتها الحقيقية، فيشرعون في البيع. عندها يبدأ الانخفاض مما يتوجب على المقترضين الذين راهنوا على ارتفاع الأسعار أن يواجهوا وعودهم بالدفع، وكلما كان اقتراضهم أكبر كلما كانت الصعوبات التي يواجهونها أكبر. فعليهم للوفاء بالتزاماتهم أن يصفوا أصولهم الأخرى، كلها أو بعضها، مما ينشأ

(1) la régulation de la mondialisation financière, disponible sur le lien : <http://www.assemblée-nationale.fr>, consulté le : 14/06/2009

(2) عمرو محي الدين، (2000): أزمة النمر الآسيوية- الجذور والآليات والدروس المستفادة، الطبعة 02، دار الشروق: القاهرة، مصر، ص 93

(3) تتلقى البنوك ودائع تحت الطلب وقصيرة الأجل من قبل المودعين، وتمنح قروض طويلة ومتوسطة الأجل، كما أن القروض تفوق كثيراً المبالغ الموظفة في شكل ودائع. ومنه فإن آلية الائتمان تؤدي إلى خلق وسائل دفع من لا شيء (وهمية)، أي بدون مقابل سوى وعود بالدفع في المستقبل.

معه ضغط يؤدي إلى انخفاض عام في الأسعار. ومنه بدون خلق النقود الائتمانية، لا يمكن أبدا حدوث الارتفاعات العظيمة في أسعار البورصات التي سجلت قبل الأزمات الكبرى⁽¹⁾.
الشكل رقم (14): الفقاعة المالية في ظل آليات التمويل التقليدي



المصدر: وسن هادي فيحان، (2011): المنظور الإسلامي لتداعيات الأزمة المالية العالمية، مجلة دراسات إيرانية (العدد 14)، ص 95

يشير الوضع المعكوس للهرم إلى أن حجم الصفقات المالية يتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي الذي نشأت عليه، حيث يتضح من ملاحظة الهرم المقلوب أن قاعدته تقوم على مساحة الاقتصاد الحقيقي المتمثل في إنتاج السلع والخدمات، ومن الطبيعي أن يرافق هذا النشاط تعاملات مالية تعبر عنه. ولكن عندما تبدأ هذه التعاملات بالتحرك بوتيرة منفصلة، فإن حجمها سيبدأ بتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي ولن تعبر القيمة التي يتم التبادل بها عن القيمة الحقيقية للصفقة، ومن هنا وفي داخل الهرم ستبدأ احتمالات ظهور "الفقاعات المالية" بحيث تمثل قاعدة الهرم الاقتصاد الحقيقي، حيث تقوم فوقه التعاملات المالية وهي أكبر من حجم الاقتصاد الحقيقي الذي تعبر عنه. أما المستطيل داخل هرم التعاملات المالية فهو يشمل مثلثين:

(1) أليه موريس، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق - من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، على الموقع الإلكتروني: <http://www.kantakji.com/media/5100/r333.pdf>، تم الاطلاع على المقال في: 2012/09/18

- المثلث (1): يتوسع صعودا وهو يمثل تزايد احتمالات ظهور الفقاعة المالية كلما توسع حجم الهرم، حيث أن قيمة الصفقات تكون أبعد ما يمكن عن قيمة الأصول التي تمثلها، وهنا ستستمر الفقاعة في التوسع إلى أن تصل إلى الحد الذي يؤدي إلى انفجارها، وكلما كانت في أعلى الهرم كان انفجارها أكثر خطورة.
- المثلث (2): يضيق صعودا وهو يمثل قدرة الاقتصاد على التصحيح، إذ يكون ذلك أسهل عند القاعدة عندما يكون حجم التعامل المالي قريب من حجم الاقتصاد الحقيقي، بينما تقل كلما ارتفعت لقمة الهرم، حيث تتناقص القدرة الذاتية في معالجة آثار انفجار الفقاعة كلما ابتعدنا عن الاقتصاد الحقيقي⁽¹⁾.

⁽¹⁾ وسن هادي فيحان، المصدر سبق ذكره، ص ص 95-96

المبحث الثاني: الابتكارات المالية التي عمقت الفجوة بين المالية التقليدية والاقتصاد الحقيقي

إن تنوع الإبداع المالي والذي يبدأ بابتكار أدوات مالية جديدة وينتهي بابتكار أسواق مالية جديدة، أين يتم عرض وتداول هذه المنتجات، أصبحت الظاهرة الأساسية في الصناعة المالية التقليدية⁽¹⁾. ومن أهم الابتكارات المالية وأكثرها انتشارا هما المشتقات المالية وتقنية التوريق. للذان كان لهما دورا كبيرا في استقلالية المالية التقليدية عن الاقتصاد الحقيقي.

المطلب الأول: التوريق

1. ظهور التوريق

التوريق⁽²⁾ يحل وكأنه المرحلة الأخيرة من تاريخ التحول العميق للأنظمة المالية التي بدأت في نهاية سنوات 1970، ضمن عملية تحول الرأسمالية نحو "الرأسمالية المالية"⁽³⁾. هذا التحول لديه نقطة بداية، وهي التحول الذي عرفته السياسة النقدية الأمريكية في أكتوبر 1979 بعد أن وصل إلى السلطة الحكومات الليبرالية Thatcher و Reagan. إن أساس هذا التحول هو الأولوية المعطاة لمالية السوق أو المالية المباشرة، وإعطاء مكانة أكثر أهمية لآلية السعر في تأجير رأس المال وسيولة السوق، لأنها تسمح لرأس المال بالتوجه نحو الاستثمارات التي توفر فرص ربح أكبر. وبالعكس فإن إعاقه حرية حركة رأس المال تعتبر مصدر عدم مرونة، ولهذا السبب فإن هذا المذهب يصارع من أجل إلغاء كل القيود الموضوعة على سيولة رأس المال بعد الأزمة الكبرى في سنوات 1930، وذلك من أجل إقامة سوق موحد لرأس المال على المستوى العالمي، بالنسبة لكل المنتجات (أسهم، سندات، مشتقات، عملات صعبة) لكل الآجال (قصيرة، متوسطة، طويلة) ولكل المتعاملين (أسر، مؤسسات، دول). وكان الهدف النهائي منذ ثلاثين سنة هو خلق سيولة مالية عالمية، ويسجل التوريق ضمن هذه الديناميكية.

⁽¹⁾ Teulon Frédéric, Les marchés des capitaux, op.cit, p62

⁽²⁾ التوريق أو التسنيد: تقنية مالية تتمثل في تحويل القروض المسجلة في أصول المؤسسات الافتراضية (مثلا قروض الرهن العقاري) إلى أوراق مالية قابلة للمتاجرة من النوع السندي. حيث يتم تجميع القروض على شكل كتل وتباع لصناديق الدين الجماعي (fonds communs de créances) التي تباع فيما بعد الحصص لمستثمرين على شكل سندات... De (Orléan André, (2009) : l'euphorie à la panique – penser la crise financière, Collection de CEPREMAP, Opscule n° 16, Edition de la rue d'Ulm : Paris, France, p104)

⁽³⁾ تختلف التسميات حيث يطلق عليها François Chesnais "نظام التراكم ذو السيطرة المالية" (Chesnais François, (2004) : La finance mondialisée, Racines sociales et politiques, configuration, conséquences, La Découverte : Paris, France) ، وأطلق عليها Frédéric Lordon "رأسمالية رفع القيود ذات السيطرة المالية" (Lordon Frédéric, (2008) : Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières, édition Raisons d'agir: Paris, France)

ومنه فإن التوريق يمثل مرحلة حاسمة في العملية التي تهدف إلى تشجيع السيولة المالية. في الواقع في نهاية القرن العشرين إذا كان السوق قد سيطر على جزء كبير من الأنظمة المالية، إلا أنه لم يتمكن من السيطرة على جزء كبير منها وهو: القرض البنكي، الذي من خصائصه أنه ليس خاضع لتقييم السوق، فالقروض البنكية بقيت وبشكل تام غير سائلة ومحتفظ بها لدى البنوك في دفترها المحاسبي إلى غاية أن يتم تسديدها. وهذا يناقض مبدأ السيولة الذي يرى أن الأصول المالية يجب أن تكون قابلة للمتاجرة وبحرية على مستوى الأسواق. وذلك أنه حسب نظرية الفعالية أو النجاعة المالية، فإن السيولة شرط ضروري من أجل تقييمها بشكل صحيح، وهذا ما تدعو إليه آلية التوريق: إخضاع القروض البنكية للقانون العام، وذلك بتحويلها إلى أصول قابلة للمتاجرة حتى يطبق عليها مبدأ القيمة الحقيقية (fair value) ⁽¹⁾.

قدم التوريق، وهو المجال الذي طرح أحدث المنتجات المالية في السنوات المؤدية إلى انهيار سنة 2008، مثالا نموذجيا عن المخاطر الناجمة عن الابتكارات الجديدة، لأنه أدى إلى انهيار العلاقة بين المقرضين والمقترضين.

2. تقنية التوريق

التوريق ويسمى أيضا التسنيد ⁽²⁾ يعني تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين ⁽³⁾. وتعتبر عملية التوريق بمثابة دمج أسواق الائتمان وأسواق رأس المال، لأنها تزيل الحدود بين القروض المصرفية والأوراق المالية. فالتوريق يعني إذا إمكانية الحصول على تمويل جديد بضمان الديون المصرفية القائمة، إما من خلال إنشاء أصول مالية جديدة أو من خلال تحويل الموجودات من المقرض الرئيسي إلى مستثمرين آخرين، وتحويل القروض إلى أوراق مالية يعطي للدائن فرصة ترويج قروضه وتحويلها إلى دائنين آخرين ببيع الأوراق المالية التي تمثلها، وتداولها في البورصة ⁽⁴⁾. وللقيام بذلك تقنيا، يقوم البنك بتجميع عدد كبير من القروض، عدة ملايين بل عشرات الملايين ن تحت شكل مجموعة (pool) التي يتم التخلي عنها لهيئة قانونية متخصصة تسمى "الوسيلة ذات

⁽¹⁾ Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, pp 52-53

⁽²⁾ يطلق عليه بالانجليزية: Securitization وبالفرنسية: Titrisation

⁽³⁾ مدحت صادق، (2001): أدوات وتقنيات مصرفية، بدون رقم الطبعة، دار غريب: القاهرة، مصر، ص 237

⁽⁴⁾ حجازي عبيد علي، (2001): التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة 02، دار النهضة العربية: القاهرة، مصر،

الغرض الخاص (SPV)⁽¹⁾ التي تصدر بالمقابل ورقة مالية مستندة إلى أصول (ABS)⁽²⁾، وهي ورقة مالية قريبة من السند التقليدي. حيث تدفقات المدفوعات المرتبطة بالقروض الأصلية (الفوائد وتسديد أصل القرض) يتم تجميعها من قبل SPV حتى يتم إعادة توجيهها إلى أصحاب ABS⁽³⁾. ويراعى في السندات التي تصدرها SPV أن تكون قيمتها موافقة لقيمة السندات الأصلية (أي الممثلة للقروض المتنازل عنها)، وأن تكون تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدينين الأصليين متوافقة مع تواريخ استحقاق المستثمرين الجدد لفوائد ديونهم. ويديهي فإن البنك متى اختار طريقة بيع ديونه المتعثرة أو ذات مخاطر مالية، فإنه يقبل بيع سندات به سعر أقل، تاركا الفرصة لمغامر آخر (من البنوك أو الأفراد أو المؤسسات المتخصصة) في الحل محل مقابل هامش ربح معقول يتمثل في الفرق بين قيمة الدين الأصلي وقيمة شرائه من الدائن⁽⁴⁾.

كل أنواع القروض يمكن أن يتم توريقها، القروض العقارية، القروض الموجهة للمؤسسات، القروض الموجهة للاستهلاك، السحب على المكشوف لبطاقات الائتمان... الخ. تحت هذا الشكل الجديد فإن القروض يمكن أن يتم شراؤها وبيعها من قبل صناديق التقاعد، الصناديق المضاربة (hedge funds)، شركات التأمين والمؤسسات الكبرى، ومنه فإن هذه القروض لم تعد عديمة السيولة كليا حتى وإن بقيت بعضها غير سائلة لأنها غير موحدة. وفي نفس الوقت فإن البنك يخرج هذه القروض من ميزانيته وينقل الخطر إلى المستثمرين النهائيين عن طريق SPV. غالبا هذه العملية للتجميع التي تحول القروض غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للمناجزة تكون مرفوقة بما نسميه عملية الهيكلة⁽⁵⁾. وهي تتمثل في تحديد ترتيب أولوية توزيع التدفقات المنظورة من قبل SPV بطريقة تؤدي إلى تجميع الخطر في الشرائح الدنيا.

(1) SPV : special purpose vehicle بالانجليزية و fonds commun de créances أو FCC بالفرنسية، تعني وسيلة ذات مدة حياة محددة لديها كهدف حيابة محفظة من الأصول الكامنة وإصدار أوراق مالية تمثل هذه المحفظة... (Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p104)

(2) ABS : asset-backed security بالانجليزية، و titre adossé à des actifs أو TAA بالفرنسية، هذا المصطلح يعني ورقة مالية تمثل محفظة من الأصول المالية. إن العادة المتبعة هي الاحتفاظ بهذه التسمية لأصل مستند إلى أصول غير قروض الرهن العقاري. على الأغلب أن هناك محافظ مالية مكونة من قروض مثل مدفوعات بطاقة ائتمان، قروض سيارات ... ويستخدم مصطلح MBS بالنسبة للأوراق المالية المستندة على قروض الرهن العقاري ... (Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, idem, p101)

(3) Idem, pp 53-54

(4) ناصر سليمان، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك، تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، على الموقع الإلكتروني: <http://www.drnacer.net/fichier/18.pdf>، تم الاطلاع على المقال في: 2014/12/12

(5) بالفرنسية structuration وبالانجليزية tranching

الشريحة الأدنى تسمى equity هي أول من يمتص الخسائر الناتجة عن احتمال وقوع خطر التعثر الائتماني والذي يؤثر على مجموع القروض. الشريحة الوسطى تسمى mezzanine وهي لا تعرف عيوب إلا في حالة نفاذ الحماية المقدمة من قبل الشريحة الأدنى (equity). وفي قمة هذا الترتيب نجد الشرائح التي يقال عنها أنها أعلى مقام senior أو supersenior . حيث أن الشرائح العليا الأقل خطورة تعطي الحق في الحصول على المردود الأضعف⁽¹⁾.

ومنه فان عملية الهيكلة هي وسيلة جد مرنة تسمح بالاستجابة لاحتياجات المستثمرين فيما يتعلق بالثنائي (مردودية/ خطر)، ومنه فمن الواضح أن التوريق قد سمح وبشكل واسع بإعادة توزيع خطر القرض خارج الدائرة البنكية، أين كان يتمركز في الماضي. وهذا يعني أن التوريق قد رفع من إمكانيات التنويع المعروضة على المستثمرين، وهذا ما تراه نظرية الفعالية المالية وكأنه ضمان للفعالية والاستقرار⁽²⁾.

وخلال السنوات التي سبقت أزمة الرهن العقاري تمت عملية هيكلة القروض العقارية كالتالي:

- الشريحة الأولى senior/ supersenior تملك 70% من المحفظة، وتحصل على نصيبها أولاً قبل غيرها. وتحصل هذه الفئة من السندات على أعلى تصنيف ائتماني AAA⁽³⁾ غالباً بعد التأمين عليها. ولذلك فان معدل الفائدة على هذه السندات هو الأقل (5% مثلاً)، لكنه أعلى من الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية التي تشترك معها في نفس التصنيف. وهذا ما يجعل هذه السندات مغرية بالنسبة للمستثمرين.

- الشريحة الثانية أو الوسطى mezzanine تملك 25% من المحفظة، وتحصل على نصيبها بعد الفئة الأولى. ولديها تصنيف ائتماني أقل B. والعائد على هذه الفئة أعلى من الفئة الأولى، مثلاً 9%، وهو أيضاً أعلى من السندات التقليدية من نفس التصنيف.

- الشريحة الأدنى equity تملك الباقي وهو 5% من المحفظة، ولا تحصل على نصيبها إلا بعد أن يستوفي أصحاب الفئات السابقة حقوقهم كاملة. وهذه الفئة عالية المخاطر لدرجة أنها تسمى "الأصول السامة" أو "النفائات النووية". ونظراً لمخاطرها العالية فان شركات التصنيف تتجنب تصنيف هذه الفئة من السندات. ومقابل هذه المخاطر فان الفائدة على هذه السندات مرتفعة وقد تصل إلى 25%.

(1) Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p 54

(2) Idem, p 55

(3) AAA, AA, A... الخ: هو نظام للرموز التي تستعملها وكالات التقييم (خاصة Standard & Poor's ، Moody's و Fitch) لتقييم نوعية الديون. إن النظام التقييمي يختلف حسب كل وكالة ، حيث AAA هي أحسن نقطة لدى Standard & Poor's في حين أن أفضل نقطة لدى Moody's هي Aaa. حيث يتم ترتيب هذه النقاط في صنفين: الصنف "استثمارية" (investment grade) ، والمرتبطة بأحسن النقاط (من AAA إلى BBB- حسب Standard & Poor's) وصنف "مضاربة" (high yield) والمتعلقة بالنقاط الأقل (من BB+ إلى D حسب Standard & Poor's) ... (Idem, p 101)

وبناء على ذلك فلو تعثر 10% مثلا من المحفظة، فإن حملة السندات من الشريحة الأخيرة سيخسرون كل أموالهم (5% من المحفظة)، ثم تخسر الشريحة الثانية 5% من قيمة المحفظة أو خمس قيمة سنداتهم، بينما سيحصل حملة السندات الأولى على كل حقوقهم من رأس المال والعائد أو الفائدة عليه⁽¹⁾.

من خلال هذه الهيكلية يمكن دمج قروض منخفضي الملاءة (Subprime)⁽²⁾ مع غيرهم ثم إصدار سندات من الفئة A بعائد أعلى من فائدة سندات الخزينة. وقد كانت هذه الهيكلية قنطرة رائجة للقروض منخفضة الملاءة، حيث تصل نسبتها من المحفظة إلى 45%. ورغم أنه نظريا تتمتع الفئات العليا من السندات بالوقاية من المخاطر بسبب امتصاصها أولا من قبل الفئة الأخيرة، إلا أنه في أوت 2007 كانت الفئة الأخيرة قد تبخرت تقريبا، ولذلك أصبحت الفئات العليا مكشوفة للمخاطر بدرجة لم تكن متوقعة. ولهذا اضطرت شركات التصنيف الائتماني إلى تخفيض أعداد كبيرة من هذه السندات من AA إلى فئة B أو أقل.

في حين يمكن بيع السندات من الفئات الأولى والثانية إلى البنوك وجهات الاستثمار المؤسسي، فإن الأصول السامة إما أن تحتفظ بها البنوك المصدرة، أو تباع للجهات الراغبة أكثر في تحمل المخاطر، مثل صناديق التحوط وشركات التأمين التي لا تخضع لقواعد بازل أو الضوابط الأخرى التي تخضع لها البنوك والقطاع المصرفي. أي أن مخاطر الائتمان تتركز لدى فئات محددة، ليس لأنها الأقدر على تحمل المخاطر ولكن لأنها الأبعد عن الإشراف الحكومي والقيود التنظيمية. وبهذا فإن الأصول السامة جمعت بين مشكلتين: ارتفاع مخاطرها لأنها تتحمل أسوأ مخاطر القروض، وتركزها لدى مؤسسات مالية بعيدة عن الرقابة المالية ومن ثمة القيود التي تفرضها أنظمة حماية رأس المال.

وهكذا نرى كيف تقضي المخاطر بعضها إلى بعض، وكيف تتضاعف في كل مرحلة، ابتداء من منخفضي الملاءة، ثم الأصول السامة، ثم كما سنرى لاحقا المشتقات الائتمانية. وهذا يعني أن الأصول السامة تؤدي إلى تركيز المخاطر بدلا من تفتيتها، وإلى تجميعها بدلا من توزيعها⁽³⁾.

3. انتشار وتطور التوريق

كان للتوريق تأثير رهيب، إنها ثورة والأرقام تعبر عن ذلك، حيث تتضاعف القروض المورقة تقريبا كل خمس سنوات حتى وصلت إلى 11 تريليون دولار في الولايات المتحدة سنة 2007، وهي

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، (2010): الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، بدون رقم الطبعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية: الرياض، السعودية، ص 44

(2) القروض منخفضة الملاءة (Subprime): في الولايات المتحدة الأمريكية، تعني قروض الرهن العقاري الممنوحة لأسر لديهم قدرة الوفاء بديونهم ضعيفة، أي أقل من قروض ذات الملاءة (prime)، بمعنى ذات نوعية جيدة.

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، المصدر نفسه، ص 45

بعيدة كل البعد عن السندات المصدرة من قبل المؤسسات (5800 مليار دولار) أو من قبل الخزينة (4500 مليار دولار). نلاحظ أن الأوراق المالية المستندة إلى رهون عقارية (MBS)⁽¹⁾ قد مثلت الأغلبية الساحقة. انه القطاع الذي عرف التطورات الأسرع، إذا أخذنا بعين الاعتبار كل الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، نلاحظ أنه ما بين 2000 و 2007 إصدار المنتجات المهيكلة قد تضاعف خمس مرات، حيث انتقل من 500 مليار دولار إلى 2.6 تريليون دولار⁽²⁾. بالإضافة إلى ABS و MBS، تضم هذه الإحصائيات أيضا "سندات الدين المضمون CDO"⁽³⁾. هذه الأوراق المالية مكونة بنفس مبدأ ABS حيث لا ننطلق من قروض ابتدائية متجانسة، ولكن من ABS موجودة مسبقا أو من سندات خاصة بالمؤسسات أو/و مشتقات ائتمانية. CDO d'ABS هي تقريبا ABS تريبع، لأنها تطبق مرتين نفس عملية التجميع (pooling) والهيكلية. وعبر نفس مبدأ التكرير، وانطلاقا من CDO، يتم الحصول على CDO تريبع⁽⁴⁾ أو CDO لـ CDO، وحتى CDO³. إن الإصدار الإجمالي لـ CDO، في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، قد تضاعف 8 مرات، حيث انتقلنا من 150 مليار دولار سنة 2000 إلى 1.2 تريليون دولار سنة 2007⁽⁵⁾. ولكن مشتقات القروض CDS⁽⁶⁾ هي التي عرفت النمو الأكثر قوة لأنها ارتفعت إلى 62 تريليون دولار نهاية 2007 حسب بعض المصادر⁽⁷⁾. وهو ما يمثل مبلغ أعلى من سوق الأسهم⁽⁸⁾، رغم أنه قد تم ابتكاره فقط في سنة 1997 من طرف فريق لدى بنك JP Morgan.

4. سوء تقدير الخطر ودور وكالات التقييم في أزمة الرهن العقاري

(1) MBS: mortgage-backed security بالانجليزية، و titre adossé à des hypothèques أو TAH بالفرنسية. هي ورقة مالية تمثل محفظة من قروض الرهن العقاري مرتبطة بتمويل سلع عقارية. هناك نوعين من MBS: RMBS و CMBS، حسب ما إذا كان العقار للإقامة أو لا... (Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p103)

(2) IMF, (April 2008): Global Financial Stability Report, Available on: <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>, retrieved: 24/10/2013.

(3) CDO: collateralised debt obligations بالانجليزية، و titre garanti par des créances أو TGC بالفرنسية. إن المحفظة المالية التي يركز عليها CDO تكون غالبا متنوعة. فجد فيها قروض بنكية و/أو أدوات مالية قابلة للمتاجرة (سندات، أوراق مالية أخرى للاستدانة) و/أو مشتقات القروض. فعندنا تكون مكونة من قروض بنكية فقط تسمى CLO (collateralized loan obligations). وعندما تكون مكونة من ABS تسمى إذا CDO d'ABS ... (Orléan André, idem, p102)

(4) CDO مربع أو تريبع: نوع معين من CDO حيث يكون الأصل الكامن مكون في حد ذاته من شرائح CDO ... (Orléan André, idem, p102)

(5) Idem, p 56

(6) CDS أدوات مقايضة مخاطر الائتمان أو مبادلات التعثر الائتماني (credit default swaps)، هي ليست إلا عقد تأمين: طرف يدفع رسوما مقابل أن يتعهد الطرف الآخر بأن يدفع له قيمة الدين المؤمن عليه عندما يعجز المدين عن السداد.

(7) Aglietta Michel, (2008) : Macroéconomie financière, 5^e édition, La Découverte : Paris, France, p 24

(8) إن بنك التسويات الدولية قد قيم مبلغ CDS، في جوان 2007، بـ 45 تريليون مقابل 516 تريليون بالنسبة لمجموع المشتقات.

المميز في أزمة القروض العقارية منخفضة الملاءة هو كون أن فقاة القروض قد تم تمويلها بشكل أساسي عبر منتجات مالية مهيكلية، والمتمثلة في MBS و CDO d'MBS. في سنة 2006 مثلا فإن 75% من قروض الرهن العقاري منخفضة الملاءة (subprime) و 78% من القروض ذات الملاءة المرتفعة (prime) قد تم توريقها، مقابل 46% و 75% على الترتيب في 2001. وبصيغة أخرى، فإن قروض الرهن العقاري قد تم إخراجها من ميزانية المؤسسات المصدرة لها (المؤسسات الأصلية) وتم هيكلتها بواسطة منظمين ليتم بيعها لمستثمرين على شكل منتجات مهيكلية. والإحصائيات السابقة تعطينا فكرة عن النوبة التي كان موضوعها هذه المنتجات، حيث خلال الفترة 2000-2007 تزامنت كل من المضاربة العقارية والمضاربة على MBS و CDO. إن سوء تقدير الخطر أو الاستخفاف بالخطر تجد مرجعيتها الأساسية في عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار العقارية، ولكن لابد من إضافة عامل جديد والذي جعل تقدير الخطر أكثر صعوبة، والمتمثل في التعقيد الخاص بالمنتجات المهيكلية. مثلما رأينا فإن هذه المنتجات تركز على تعدد التقنيات وهو ما خلق فجوة مهمة بين الخطر المبدئي، والمتمثل في الخطر الذي تحمله قروض الرهن العقاري الأصلية، والخطر المرتبط بشريحة معينة من MBS أو من CDO المكتسبة من قبل المستثمر. في حين أن هذه الهيكلية قد جعلت من تحليل الخطر أكثر صعوبة، والأخطر من ذلك أنها خلقت إحساس خاطئ بالأمان لدى مكتسبي الشرائح العليا⁽¹⁾.

مثلا في تقرير FMI في أبريل 2007 جاء: "نظرا لأنه تقريبا 90% من ABS هي ذات تنقيط A أو أعلى، فإن هذا يبين أن مبلغ الخسائر المحتملة على الأوراق المالية ذات الملاءة المنخفضة يجب أن تكون قد تم احتوائها. في الواقع حتى الشرائح التي تحمل أخطار ذات التنقيط BBB تكون معرضة للخطر فقط عندما تعرف أسعار العقارات انخفاض سنوي بـ 4%⁽²⁾".

إن الحماية التي استفادت منها الشرائح العليا قد كونت عامل مهم لجذب المستثمرين نحوها. ومن الواضح أن وكالات التنقيط قد لعبت دورا مهما في هذه العملية. في الواقع فإن تعقيد المنتجات قد دفع بالمستثمرين إلى اللجوء وبقوة نحو التنقيط الذي تصدره هذه الوكالات لتقييم الأخطار. في حين أن هذه الوكالات قد كانت كريمة جدا في وضع النقاط، خاصة فيما يتعلق بالقروض منخفضة الملاءة: حيث 80% من هذه الأخيرة قد تم تمويلها عبر شرائح عليا (senior) من MBS ذات تنقيط AAA مقابل حوالي 2% عبر شرائح تصنف بأنها مضاربة (BB+ و ما تحتها) أو من نوع

(1) Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p 59

(2) IMF, (April 2007): Global Financial Stability Report, Available on: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/01/pdf/chap1.pdf>, retrieved: 11/04/2011, p7

equity بدون تنقيط. و 18 % المتبقية قد تم تمويلها بواسطة شرائح متوسطة (mezzanine) ذات تصنيف "investment" (والتي يكون تنقيطها بين AA+ و BBB-). إن سوء تقدير الخطر من قبل وكالات التنقيط كانت نتيجة الفرضيات المتفائلة التي تم قبولها بشكل واسع فيما يتعلق بأسعار العقارات. من المؤكد أن وكالات التنقيط كانت عرضة لضغط مصدري الأوراق المالية الذين دفعوا بهذه الوكالات إلى وضع أحسن النقاط الممكنة. إن دفع سعر التنقيط من قبل المصدر سوف يؤدي حتما إلى تعارض المصالح، وقد تم ملاحظة ذلك في أزمة Enron. فنتيجة ضغط المصدرين، فإن تدهور معايير منح القروض لم تأخذ بعين الاعتبار كما يجب أن يكون.

لابد من التطرق أيضا إلى التفاؤل العام الذي كان سائدا والذي مس كل الأطراف، فقد كان على شكل حالة من الثمالة الذاتية التحقق والتي مست الجميع، والمتمثلة في وجهة نظر السوق. وإلا كيف يمكن تفسير أن البنوك التي أنتجت هذه المنتجات المهيكلية قد قامت كذلك بشراء نفس هذه المنتجات، وبكميات كبيرة. وعلى رأي André Orléan لا شيء يثبت أنه يمكن أن توجد وكالة تنقيط مستقلة عن السوق، فلكي تكون كذلك لابد أن تحصل على مداخلها من مصدر مستقل حتى تبدو كهيكل مستقل، وإلا فإنها تخلو من الشرعية في عيون المستثمرين. لأنه لا يخفى بأن من يتحكم في التقييم المالي فإنه يتحكم وبشكل كبير في الديناميكية الاقتصادية لأنه يحدد أين يتم الاستثمار وحسب أي معايير للمردودية⁽¹⁾.

5. نتائج التوريق

التوريق فن تمويلي بدأ ينتشر مع مطلع الثمانينات من القرن الماضي في نطاق ما يعرف بالهندسة المالية، ويعتبر ثورة في مجال تلبية احتياجات المقترضين من الأفراد والشركات، حيث يربط المقترضين بأسواق رأس المال مباشرة، متخطيا بذلك ما يسمى بالوساطة المالية التي كانت تمثل تكلفة زائدة على مصروفات القرض ومتلافيا بذلك عجز البنوك التجارية عن تدبير الأموال اللازمة للإقراض في أوقات الأزمات النقدية، ثم يأتي التوريق كحل أمثل للدائنين عندما يتقاعس المدين عن الوفاء، ويصبح الدين مشكوكا فيه أو معدوما، حيث يقوم الدائن بتوريق هذا الدين وبيعه طلبا للسيولة، ويتفادى بذلك تكوين المخصصات له في الميزانية، كما يمكنه استخدام السيولة الناجمة عن بيع الدين أو توريقه في إعادة الإقراض وبالتالي تحقيق مزيد من الأرباح.

وبالإضافة إلى هذا فإن من بين الامتيازات الهامة للتوريق نجد أن البنوك تسعى من خلاله إلى تخفيض مبلغ رأس المال المطلوب من طرف الجهات الرقابية لمواجهة المخاطر التي تواجهها عبر أصول ميزانياتها، والحصول من وراء ذلك على موارد مالية بسعر مغر، والأهم من هذا كله يتعلق

⁽¹⁾ Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, pp 60-68

بإدارة أحسن لميزانية البنك بتخفيض متطلبات رأس المال، وذلك بإخراج الأصول التي تعتبر غير إستراتيجية من الميزانية، ليتم تركيز البنك على الأصول الإستراتيجية ومنها القروض العقارية وتحمل مخاطرها. كما أن التوريق يسمح أيضا للبنوك بتحويل مخاطرها إلى جهة أخرى، ويرفع من مردودية الأموال الخاصة، ويساعد على إدارة أحسن لمعدل الملاءة ورفع (ويقصد هنا معدل كوك COOKE الذي تبنته مقرارات بازل 1، وكذا الاستجابة لمتطلبات بازل 2)⁽¹⁾.

من العوامل الأساسية في الأزمة هو عمليات توريق القروض وتحويلها إلى سندات يتم بيعها وتداولها. وبالرغم من أن توريق الديون كان موجودا من قبل، إلا أنه وصل إلى مرحلة متقدمة تمثل نتيجة طبيعية لتطور عمليات بيع الدين. كان للتوريق ميزة كبيرة واحدة سمحت بتوزيع الخطر، لكن من مساوئه الكبيرة إثارة مشكلات جديدة تتعلق بنقص المعلومات غطت عن المنافع الناجمة عن تزايد التنوع: ما يعرفه مشتري الورقة المالية يقل عادة عما يعرفه المصرف أو الشركة المنشأة للرهن. وبما أن منشئ الرهن لا يتحمل تبعات أخطائه (إلا على المدى الطويل من خلال فقدان سمعته)، فإن ما يدفعه إلى إتقان عمله في تقييم الائتمان يعثره ضعف شديد⁽²⁾.

فقد كان من يشترى أوراقا مالية بضمان رهن عقاري يقرضون في الواقع مالك بيت لا يعرفون عنه شيئا. فهم يثقون بأن المصرف الذي يبيعهم المنتج قد أجرى التدقيق اللازم، والمصرف يثق بمنشأ الرهن. غير أن حوافز منشئ الرهن تركزت على كمية الرهن بدلا من نوعيتها. فأنتجوا كميات هائلة من الرهونات الرديئة. لذا فإن المصارف تلقي باللائمة على منشئ الرهونات، لكن إلقاء نظرة على الرهونات كفيلة بأن تكشف مخاطرها الكامنة. بيد أن المصرفيين لم تكن لديهم الرغبة في معرفة ذلك. بل كانت حوافزهم منصبة على تمرير الرهونات، والأوراق المالية التي أنشئوها بضمان تلك الرهونات، بأسرع ما يمكن إلى الآخرين. لقد تحولوا إلى مهنة "النقل" أخذ الرهونات من منشئ الرهونات، وإعادة تغليفها، ونقلها إلى سجلات صناديق التقاعد وسواها، لأن الرسوم تبلغ ذروتها هنا، مقارنة "بمهنة التخزين"، وهي نموذج العمل التقليدي للمصارف (إنشاء الرهونات والاحتفاظ بها). أو هكذا اعتقدوا إلى أن حدث الانهيار واكتشفوا وجود مليارات الدولارات من الأصول الرديئة في سجلاتهم⁽³⁾.

إن الحجة التي أعطيت لصالح التوريق تعتمد في جزء كبير منها على الآثار التي يفترض أن تكون ايجابية لتوزيع الخطر: فبفضل التوريق، فإن خطر القرض لم يعد متمركز في ميزانية بعض البنوك فيمكن أن يتم شراؤه من قبل مستثمرين يواجهونه بشكل أفضل. ونظرا لهذه الأسباب المختلفة،

(1) حجازي عبيد علي، المصدر سبق ذكره، ص 29

(2) ستغليتر جوزيف (ترجمة الأيوبي عمر سعيد)، (2011): السقوط الحر - أمريكا والأسواق الحرة وتدهور الاقتصاد العالمي، بدون رقم

الطبعة، دار الكتاب العربي: بيروت، لبنان، ص 126

(3) المصدر نفسه، ص 41

يفترض أن يكون التوريق قد أدى إلى زيادة استقرار النظام المالي. وكان ذلك خطأ فادح، لأن ما حدث هو العكس تماما. من جهة، جعلت من مرحلة الصعود أكثر قوة لأن قاعدة تمويلها كانت في تزايد، ومن جهة أخرى، في فترة الأزمة، كل النظام المالي الدولي قد تأثر نتيجة توزيع القروض المورقة. إن توزيع الخطر لم يخفف من شدة الأزمة، ولكن قد ساهم في نشرها بشكل كبير. في الفقاعات العقارية السابقة، كانت هناك إمكانية تسجيل وبشكل ضيق خسائر للمتعاملين في القطاع المعنى، مثلما كان الأمر خلال أزمة *sivings and loans* في 1988، مما سمح بحصر آثارها، رغم أن هذه الأزمات كانت مهمة. أما في هذه الوضعية فإن تزامن الصعوبات قد عمق من اللاتوازنات. وذلك كون أن أكبر المؤسسات البنكية والمالية الدولية تتبع استراتيجيات متماثلة وتتعرض لنفس الأخطار، وهو ما يعتبر عامل مهم لعدم الاستقرار الدولي⁽¹⁾.

لقد كان من نتائج تحرير الصناعة المالية من القيود التنظيمية، خاصة في السنوات العشر الماضية، هو أن الصناعة المالية أصبحت تقريبا متجانسة وتقوم بالأعمال نفسها وتستخدم أدوات واستراتيجيات متشابهة إلى حد بعيد. فشركة AIG أصبحت تتعامل بالأدوات نفسها التي تتعامل بها Citi Bank و Goldman Sachs. لم يعد هناك فروق بين المصارف التجارية والاستثمارية وشركات التأمين وصناديق التحوط. ومع ارتفاع درجة التماثل في الصناعة، تتراجع بطبيعة الحال درجة التنوع والاختلاف. هذا من شأنه أن يجعل الصناعة أقل استقرارا وأكثر عرضة للمخاطر الكلية، لأن أي هزة تصيب أي قطاع في الصناعة فستتأثر الصناعة كلها، إذ الجميع يفكر بطريقة واحدة ويتفاعل مع الأحداث بالأسلوب نفسه. فالتجانس وغياب التنوع يؤدي إلى ما يسمى "تقوب السيولة السوداء"، حيث يهرع الجميع في السوق إلى البيع في الوقت نفسه. فتتلاشى السيولة وتتهار الأسواق⁽²⁾.

كان من أهم تبعات بيع الدين هو غياب المسؤولية عن المؤسسات المالية المقرضة ابتداء. فالبنك أو المؤسسة التمويلية تقدم القرض العقاري، ثم بعد ذلك تبيعه للبنوك الاستثمارية في وول ستريت، لنقوم هذه بدورها بإعادة تسنيده ثم يبيعه على مستثمرين حول العالم. ونظرا لأن المقرض يتخلص بهذه الطريقة من مخاطر القرض، فإن هذا الأسلوب شجع البنوك والمؤسسات المالية على التوسع في الإقراض بشكل غير مدروس، خاصة لمنخفضي الملاءة. طمعا في العملات وفروق الأسعار التي تحصل عليها من خلال عمليات التوريق والبيع. البنوك الاستثمارية الكبرى بدورها كانت تعيد التوريق بطرق مختلفة، ثم تعيد بيعها مرة أخرى. وفي كل مرة يتم فيها توريق الدين وبيعه يبتعد المستثمر أو مشتري السند عن الأصل الحقيقي للسند (العقار أو المحفظة العقارية)، وتراجع حوافز

(1) André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, pp 80-81

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص ص 65-66

التأكد من جودة الأصول وملاءة الدين ابتداءً، وترتفع من ثمة مخاطر التعثر والإفلاس. فبيع الدين عملية فصل تام بين الربح ومسؤولية الأصل الذي ينتج عنه الربح، وكلما زادت مسافة الفصل كلما كانت المخاطر أعلى والجودة أقل. وقد اعترف آلان جرينسبان، المحافظ السابق للاحتياطي الفدرالي، بأن الواجب أن تبقى المؤسسات المالية نسبة معتبرة من ملكية هذه القروض على قوائمها المالية.

ولو كانت الأصول التي تستند إليها السندات هي نفسها تنتقل ملكيتها إلى المستثمرين، لكانت الحوافز أكبر في تمحيص هذه الأصول ومن ثمة رفع جودتها. والنتيجة التلقائية لامتلاك الأصول هي ارتفاع مستوى الشفافية والإفصاح في هذه الاستثمارات، ومن ثمة سهولة التسعير والتقييم. لكن فصل الملكية عن الربح، وفصل مخاطر الأصول عن العائد، يسمح بتركيب منتجات في غاية التعقيد والغموض، وهو ما اعترف الجميع بآثاره السلبية في تراجع مستوى الثقة بين المؤسسات المالية عند أول هزة للنظام، ومع تدهور الثقة يصاب النظام بشبه شلل تام، وهو ما أسهم في زيادة حجم الكارثة وتضاعف آثارها. ولهذا السبب طرح مجلس الشيوخ الأمريكي عدة مقترحات لإصلاح ومعالجة أوجه الخلل في عمليات التوريق، من أهمها اشتراط إبقاء المصرف لنسبة 5-10% من القروض في ملكيته، مع عدم السماح بالتحوط من مخاطر هذه النسبة أو نقل مخاطرها إلى طرف آخر⁽¹⁾.

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 33-34

المطلب الثاني: المشتقات المالية

1. تعريف المشتقات المالية

تنقسم الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال إلى مجموعتين: أوراق أو أدوات مالية أولية أو أساسية وأوراق أو أدوات مالية مشتقة. وتتضمن المجموعة الأولى ضمن ما تتضمن السندات والأسهم، التي تمثل عصب أسواق رأس المال الحاضرة التي يتم فيها تسليم الأوراق التي تتضمنها الصفقة وسداد قيمتها خلال أيام معدودة، يتم في أثناءها اتخاذ الإجراءات اللازمة لنقل الملكية. هذا بالإضافة إلى أن تلك الأسواق أي الأسواق الحاضرة والأصول المالية التي تتداول فيها، تعد مطلب أساسي لوجود المجموعة الثانية من الأوراق المالية أي عقود المشتقات.

وكما يدل عليه اسمها، فإن وجود تلك العقود وكذا قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف كلياً على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر. فسر العقد المستقبلي لشراء القمح يتوقف على سعر القمح في السوق الحاضر الذي يتداول فيه. وقيمة عقد خيار ⁽¹⁾ لشراء سهم ما، تتوقف على القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية ⁽²⁾.

هذه المشتقات هي من الابتكارات التي يباهي بها المتعاملون في الأسواق المالية. واسمها يدل كثيراً عن جوهرها: تشتق قيمتها من أصل آخر. الرهان على سعر سهم ما سيزيد على عشرة دولارات يوم الاثنين القادم أداة مشتقة. والرهان على أن القيمة السوقية لرهان بأن سعر السهم سيزيد على عشرة دولارات يوم الاثنين القادم مشتق قائم على مشتق. وهناك عدد لا متناهي من هذه المنتجات التي يمكن ابتكارها ⁽³⁾.

والمنتج المشتق هو عقد بين طرفين تحدد قيمته من تغيرات أسعار أصل كامن (سندات، أسهم، مواد أولية، عملات...). ويستخدم للحماية من تغيرات الأسعار أو معدلات الفائدة، أو للمضاربة. هناك نوع آخر من المنتجات المشتقة، وهو مبادلات التعتير الائتماني CDS والتي تستخدم للحماية من حادث عجز المقرض عن السداد (الذي قد يكون فرد، دولة أو مؤسسة، تعجز عن السداد) ⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ الخيار أو الاختيار هو عقد يبرم بين طرفين مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق. ويعطي العقد لـ لمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة. وبعبارة أخرى سوف يخسر مشتري العقد قيمة المكافأة سواء نفذ العقد أم لم ينفذه.

⁽²⁾ هندي منير إبراهيم، (2003): الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني،

المشتقات - العقود الآجلة والعقود المستقبلية، الطبعة 01، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر، ص 5-6

⁽³⁾ ستغليتر جوزيف، المصدر سبق ذكره، ص 216

⁽⁴⁾ Drouin Fabrice, Le montant des produits dérivés - 710.000 milliards de \$, disponible sur le lien :

<http://www.wendy-leblog.com/2014/05/le-montant-des-produits-derives-710000>, consulté le :

23/05/2014

لقد أدت المشتقات المالية إلى تجريد الشراء الفعلي للأوراق المالية أو العملات الأجنبية من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف وأسعار الأوراق المالية، وأصبحت المخاطر نفسها بضاعة متداولة في هذه الأسواق⁽¹⁾.

المشتقات المالية هي ليست أصول مالية أو أصول عينية، وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، ويترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الآخر⁽²⁾.

وقد عرف بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي المشتقات المالية بأنها: عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري⁽³⁾.

ويعتبر عام 1973 عام الثورة في هذه العقود، إذ شهد تطورا لعقود المشتقات، وانتقالها إلى الأصول المالية بعد أن كان أمرها قاصرا (قبل ذلك) على العقود الآجلة والمستقبلية في السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة. كما اتجهت الخيارات للتداول في السوق المنظمة بعد أن كان تداولها قاصرا على السوق غير المنظمة⁽⁴⁾.

2. استخدامات المشتقات المالية

1.2. التغطية

من المؤكد أن التحوط هي أهم وظائف أسواق المشتقات، بل إنها السبب في وجود تلك الأسواق. فمن الناحية النظرية يفترض أن يتم تبادل المخاطر بحيث تنتقل إلى الطرف الأكثر جدارة وقدرة على احتمالها. وعليه يستطيع الطرف الأقل قدرة أن يتفرغ للعملية الإنتاجية، بينما يستفيد الطرف الأكثر قدرة من العائد الذي يحققه مقابل تحمل المخاطر. ولهذا الغرض يفترض نظريا أن تكون المشتقات هي الوسيلة لتحقيق الكفاءة المنشودة في توزيع المخاطر⁽⁵⁾.

فالمنتجات المشتقة مثلما يدل عليه اسمها، فهي تستند على أصول موجودة، هذه الأخيرة تسمى "الأصول الكامنة" يمكن أن تكون: أسهم، سندات، مواد أولية فالمنتج المشتق هو عقد بين مشتري وبائع، هذا الأخير يحدد سعر مستقبلي للأصل الكامن، وبذلك يمكن رؤية المنتج المشتق

(1) هانس بيتر مارتين وهارالد شومان، المصدر سبق ذكره، ص 108

(2) دوايه أشرف محمد، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، على الموقع الإلكتروني:

http://slconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/28.swf، تم الاطلاع على المقال في: 05/14/2013، ص3

(3) المصدر نفسه، ص3

(4) هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المصدر سبق ذكره، ص 6

(5) السويلم سامي بن إبراهيم، (2007): التحوط في التمويل الإسلامي، الطبعة 01، البنك الإسلامي للتنمية: جدة، السعودية، ص29

وكأنه عقد تأمين موجه للحد من الأخطار، ففي بداية ظهور المشتقات المالية ظهر هذا الاستعمال من قبل المنتجين خاصة المزارعين من أجل تأمين أنفسهم ضد التطورات الغير مرغوبة في أسعار المواد الأولية مثل القمح، الأرز... التي يعلمون أنهم عليهم شراؤها أو بيعها خلال مدة معينة، وهو ما أدى إلى ظهور السوق الآجل في شيكاغو⁽¹⁾.

نفترض حالة مصنع لإنتاج الحلوى، تمثل فيه تكلفة شراء القمح نسبة كبيرة من التكلفة الكلية، وترغب إدارة المصنع في توقيع عقد سنوي لتوريد منتجاتها لعملائها من الفنادق والمحلات المتخصصة في بيع الحلوى. لا تستطيع إدارة المصنع أن تبرم عقودا تضمن لها تحقيق هامش ربح مضمون ما لم تضمن توفير القمح اللازم طوال فترة التعاقد بسعر معلوم ومعروف لديها قبل أن تدخل في التفاوض مع العملاء. وإذا لم تفعل ذلك فقد تفاجئ بارتفاع أسعار القمح عند الحاجة إليه مستقبلا، بشكل قد يكون فيه سعر التعاقد على بيع الحلوى أقل من تكلفة إنتاجها. ويمكن لإدارة المصنع أن تتجنب تلك المخاطر بالشراء الفوري لكمية من القمح اللازمة لتغطية احتياجاتها طوال فترة العقد. هذا البديل يستلزم توفير أماكن لتخزين تلك الكمية الكبيرة من القمح، مع توفير الظروف التي تمنع من تعرض القمح للتلف، وهي مهام فضلا على أنها مكلفة لا تدخل في نطاق اهتمامها. البديل المناسب في هذا الصدد هو إبرام سلسلة من العقود المستقبلية بتواريخ تسليم متتابعة، تضمن توفير القمح في الوقت المناسب بمستوى الجودة المطلوب، وفي تواريخ محددة وبسعر متفق عليه مسبقا مهما تغير سعر القمح في السوق الحاضر في ذلك التاريخ. ففي هذا المثال انتقلت مخاطر ارتفاع سعر القمح من الطرف المشتري إلى الطرف البائع في العقد، الذي سيضطر لبيع القمح بالسعر المنصوص عليه في العقد، مهما ارتفع سعره في السوق الحاضر في تاريخ التسليم⁽²⁾. تهدف التغطية من خلال العقود المستقبلية إلى تجنب تعرض المستثمر لمخاطر التغيرات السعرية على مركز أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضر. وتتم التغطية بأخذ مركز عكسي⁽³⁾ في سوق العقود المستقبلية. فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما، وهو مركز في السوق الحاضر، ويخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، حينئذ يمكنه أخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية، وذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل. أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر، فيصبح لزاما عليه أن يأخذ مركزا عكسيا في سوق العقود

(1) Atkinson Paul, L'utilisation excessive des produits dérivés est responsable de la crise, disponible sur le lien : <http://www.cuej.info/dossiers-multimedias/2012-leurope-imprevisible-rien-ne-va-plus-faites-vos-jeux>, consulté le : 02/12/2014

(2) هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المصدر سبق ذكره، ص 15

(3) المركز العكسي (Reverse Position): هو سبيل من السبل المتاحة لإقفال المركز على عقد ما، وذلك بأخذ مركز عكسي عليه، أي بيع العقد إذا كان قد سبق شراؤه، أو شراؤه إذا كان قد سبق بيعه.

المستقبلية، وذلك بشراء عقد على ذات الأصل. وفي ظل هذا النوع من التغطية فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق، تعويضها مكاسب يحققها في السوق الآخر⁽¹⁾. ولتوضيح الفكرة افترض حالة مستثمر أخذ مركزاً طويلاً⁽²⁾ في السوق الحاضر على سهم ما، أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه. وقد تحققت توقعات المستثمر إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، ومن ثمة فقد مني بخسائر قدرها 20 دولار. والآن نفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع (Put Option) وذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد (50 دولار أي بذات السعر الذي اشترى به السهم)، وبتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها 3 دولار. هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار بيع، يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل.

وعليه فإنه في ظل افتراض انخفاض سعر السهم إلى 30 دولار، سوف تقتصر خسائر المستثمر، أي مشتري العقد، على قيمة المكافأة التي دفعها للمحرر. ففي تاريخ التنفيذ والذي من المفترض أنه التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، يقوم المستثمر بتصفية مركزه الطويل أي بيع السهم في السوق الحاضر بسعر 30 دولار، محققاً خسارة قدرها 20 دولار. كما يقوم بتسوية المركز القصير، أي مركزه في سوق عقود الخيارات، وهي عادة تسوية نقدية. فالمحرر ملتزم بقبول شراء السهم من مشتري العقد (المستثمر) بسعر التنفيذ أي 50 دولار، وطالما أن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ هو 30 دولار، فعليه أن يدفع للمستثمر أي لمشتري عقد خيار البيع، الفرق وقدره 20 دولار، وهو ما يعادل الخسارة التي تعرض لها المستثمر في السوق الحاضر. ولما كانت المكافأة (3 دولار) التي يدفعها مشتري العقد للمحرر غير قابلة للرد سواء نفذ العقد أم لم ينفذه، فإن المكاسب الصافية للمركز القصير (عقد الخيار) تصبح 17 دولار، بخسارة صافية على المركزين معا تساوي 3 دولار، أي ما يعادل قيمة المكافأة⁽³⁾.

2.2. المضاربة

(1) هندي منير إبراهيم، (1998): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة 01، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر، ص 700
(2) عندما يتعامل المستثمر على الأصل في السوق الحاضر وفي سوق عقود المشتقات، فإنه يطلق على مركزه في السوق الحاضر بالمركز الطويل (Long Position)، بينما يطلق على مركزه في سوق المشتقات بالمركز القصير (Short Position). أما إذا كان التعامل في سوق واحد، وليكن في سوق المشتقات، فإن مركز المشتري يطلق عليه المركز الطويل، بينما يطلق على مركز البائع بالمركز القصير. وإذا كان السوق الذي يجري التعامل فيه هو السوق الحاضر، وليكن على صفقة بيع على المكشوف، حينئذ يطلق على مركز البائع بالمركز القصير، وعلى مركز المشتري بالمركز الطويل.

(3) هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المصدر سبق ذكره، ص 13-

يدخل المضارب طرفاً في العقد بغرض تحقيق الربح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل، على أساس أن تأمين التملك يهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام، أي مهمة من يسعى إلى تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلاً، وهي تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار. كما لا يدخل المضارب طرفاً في العقد لضمان بيع الأصل بسعر يضمن له حسيبة محددة، مهما تغير سعر الأصل في السوق الحاضر، إذ أن هذه أيضاً مهمة من يمتلك أو سيمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلاً، أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سيأخذ في السوق الحاضر مستقبلاً، وهي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار⁽¹⁾.

هذه العقود للتحوط أو للتأمين يمكن أن تستخدم كذلك للمراهنة على مستقبل أسعار البورصة، لأنه من الممكن شراء هذا العقد للتأمين وبتكلفة بسيطة دون حيازة السهم الكامن مثلاً، فإذا انهار سعر السهم يمكن شراؤه بسعر أقل من السعر المضمون بواسطة عقد التأمين ثم إعادة بيعه للمؤمن بالسعر الذي حدده معه، وعليه الفرق بين السعر المضمون في العقد والسعر الجاري للأصل الكامن يعد ربح لأحد الطرفين وخسارة على الآخر⁽²⁾.

ولتوضيح الكيفية التي يحقق بها المضارب الأرباح، نفترض أن مضارباً يتوقع ارتفاع سعر سهم ما في السوق غير أنه ليس على يقين كامل من ذلك، حينئذ يمكنه شراء عقد خيار شراء على السهم بدلاً من شراء السهم ذاته. ولنفترض أن سعر السهم في السوق كان 40 دولار، وقام المضارب بإبرام عقد شراء عليه بسعر تنفيذ يعادل السعر الذي يباع به السهم أي 40 دولار، في مقابل مكافأة قدرها 3 دولار. فإذا ما ارتفع السعر في تاريخ التنفيذ إلى 50 دولار، ستتم تسوية العقد على أساس نقدي وذلك بأن يحصل المضارب (مشتري العقد) على 10 دولار من محرر العقد. ولما كان قد سبق له أن دفع 3 دولار مكافأة غير قابلة للرد، فإنه يكون قد ربح 7 دولار أي أكثر من ضعفي قيمة المبلغ المستثمر (7 دولار مقسومة على 3 دولار). أما إذا كان قد اشترى السهم من السوق الحاضر بدلاً من شرائه بعقد خيار شراء، فإن أرباحه تصبح 10 دولار (50 دولار مطروح منها 40 دولار) وهو ما يعني عائد قوامه 25% من قيمة المبلغ المستثمر⁽³⁾.

ولكن لماذا يفضل بعض المستثمرين المضاربة من خلال سوق العقود المستقبلية؟ لأن لسوق العقود المستقبلية جاذبية أكبر يستمدّها من سمة الرفع⁽⁴⁾ التي يتميز بها. ف شراء عقد مستقبلي قيمته مليون

(1) الطرف الذي يتكبد الخسائر في عقود المشتقات بصفة عامة، هو الذي يندم على أنه قد أبرم العقد. وعليه فإن الطرف المشتري يتعرض للخسائر عندما ينخفض سعر الأصل المبرم عليه العقد في السوق الحاضر عن السعر المنصوص عليه في العقد، بينما يتعرض البائع للخسائر عندما يرتفع سعر الأصل في السوق الحاضر عن ذلك السعر.

(2) Atkinson Paul, op cit.

(3) هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المصدر سبق ذكره، ص 20

(4) يطلق الرفع المالي (Leverage) على أي اقتراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر.

دولار لا يتطلب سوى دفع مبلغ لا يتجاوز بضعة آلاف من الدولارات، تستخدم كهامش مبدئي⁽¹⁾، أما الشراء الهامشي⁽²⁾ من السوق الحاضر فيتطلب تغطية جزء كبير من قيمة الصفقة. هناك ميزة أخرى تتمثل في سهولة إبرام الصفقات، فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض أسعار الأصول المالية كالسندات، قد يصعب عليه أن يبيع تلك السندات على المكشوف⁽³⁾ في السوق الحاضر. وفي المقابل فإن أخذ مركز قصير على عقد مستقبلي على تلك السندات (والذي يمثل البيع على المكشوف في السوق الحاضر) هو أمر جد يسير، كما أن التخلص من ذلك المركز يتم ببسر وسهولة من خلال أخذ مركز مضاد على عقد مماثل. وأخيرا فإن تكلفة المعاملات في سوق العقود المستقبلية تعد ضئيلة مقارنة مع تكلفة المعاملات في السوق الحاضر⁽⁴⁾.

3.2. تحول الميكانيزم التحوطي إلى نظام مراهنه

إن الاستخدام المفرط للمنتجات المشتقة يعود إلى التكاليف المنخفضة جدا للصفقات أو المعاملات بالمشتقات، لأن جزء كبير منها يتم تبادلها في الأسواق غير المنظمة (OTC)⁽⁵⁾ أي عبر الاتفاق المتبادل بين مؤسستين، ومنه يتهربون من النظام ومن تكاليف التسيير، هذا فضلا عن الأرباح التي يمكن أن تحققها، وعليه فإن المشتقات قد تم استخدامها بشكل كبير في المضاربات العقيمة، ومنه فقد لعبت دورا أساسيا في تغذية الفقاعات المضاربية، التي تهدد بالانفجار عندما لا يستطيع البعض الوفاء بالتزاماتهم بالدفع لأنهم لا يملكون أموال كافية. وهذه المشتقات موجودة في ميزانيات كل البنوك، ومنه فإن المجموعات البنكية مرتبطة ببعضها البعض، وهذا ما حدث مع العملاق Lehman Brothers بعد انفجار فقاعة الرهون العقارية، والتي تحولت إلى أزمة بنكية عالمية، مثل أحجار الدومينو التي يؤدي سقوط إحداها إلى سقوط كل الأحجار الأخرى⁽⁶⁾.

(1) الهامش المبدئي (Initial Margin): هي النسبة التي يدفعها المستثمر في صفقة الشراء النقدي الجزئي في السوق الحاضرة.

(2) الشراء الهامشي أو الشراء النقدي الجزئي (Margin Buying): يقصد به في السوق الحاضر، سداد جزء من قيمة الصفقة نقدا على أن يسدد الباقي بقرض بضمان الأوراق المالية محل الصفقة.

(3) البيع على المكشوف (Short Sales): هو بيع أسهم أو سندات غير مملوكة قد يتم الحصول عليها بالاقتراض، ثم إعادة شرائها ثانية في المستقبل وإعادتها لمن سبق أن اقترضت منه.

(4) هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المصدر سبق ذكره، ص 702

(5) السوق غير المنظمة (OTC أو Over the counter): على عكس الأسواق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولا لأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة. العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكلة حسب إرادة الطرفين المعنيين. ويعتبر ذلك إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق.

(6) Atkinson Paul, op cit.

هذا يبين إلى أي درجة أصبح هذا النظام مشوه، لأنه إذا كان العقد الآجل في الأصل وسيلة للتحوط من خلال تقليص الأخطار، فقد تم تشويهها عندما دخل إلى هذا السوق أعداد كبيرة من المضاربين الغير معرضين للأخطار وذلك بحجة توفير السيولة، وهذا العذر الذي يتكرر باستمرار. لأنه بدءا من اللحظة التي يوجد فيها 100 مضارب مقابل متعامل واحد معرض للخطر، فإن هناك إشكال حقيقي، وهو تحول الميكانيزم التحوطي أو التأميني إلى نظام مراهنه متواصل ⁽¹⁾. حيث أن مابين 1 و 3% فقط من العمليات على المشتقات المالية الغرض منها درء المخاطر عن النشاط الصناعي والتجاري، أما الباقي فليس سوى عمليات مضاربة ⁽²⁾.

3. دور المشتقات الائتمانية في أزمة قروض الرهن العقاري 2008

التأمين على سندات القروض كان من أهم الخطوات لرفع تصنيفها الائتماني ومن ثمة تسويقها للمستثمرين. وبالرغم من أن التأمين على القروض ليس شيئا جديدا في الصناعة المالية، لكن استخدام المشتقات الائتمانية CDS كان نقلة نوعية في الصناعة، وخاصة في سندات الدين المغطاة CDO، لقد كانت المشتقات الائتمانية هي الحلقة الأخيرة في مسلسل نقل المخاطر وتضاعفها.

عندما يقرض البنك شخصا، فانه يحرص على أخذ الضمانات الكافية للسداد لأنه إذا أفلس المقترض فالمتضرر هو البنك. لكن ماذا إذا استطاع البنك أن يؤمن على القرض وينقل مخاطر الدين إلى طرف ثالث؟ في هذه الحالة لن يتضرر البنك من إفلاس المقترض، لأن الطرف الثالث يتعهد بدفع قيمة القرض كاملا للبنك في هذه الحالة. وعليه فليس للبنك ما يكفي من الحوافز للتأكد من ملاءة المقترض. ولذلك لم تجد البنوك صعوبة في إقراض منخفضي الملاءة لأن المخاطر يتحملها غيرهم، غالبا شركات التأمين وصناديق التحوط ⁽³⁾.

وعندما يكون هناك إقراض مفرط وغير حذر، وعندما يكون المقرضين غير واثقين من الاسترداد، يتم اللجوء إلى المشتقات، مثل CDS، للبحث عن الاحتماء من التعثر. إن مشتري ورقة المبادلة (الدائن) يدفع علاوة للبائع (صندوق التحوط) في مقابل التعويض الذي سيقبضه في حال تعثر المدين ⁽⁴⁾.

التأمين على القروض شجع البنوك على أن تقرض، ثم تبيع القرض على شكل سندات، مع التأمين على هذه السندات. فمن يشتري هذه السندات يشتري ديونا مؤمنا عليها، ولذلك لا يهمه بدوره هل

⁽¹⁾ Les produits dérivés, c'est quoi ?, disponible sur le lien : <http://www.les-crises.fr/produits-derives/>, consulté le : 05/02/2014

⁽²⁾ هانس بيتر مارتن وهارالد شومان، المصدر سبق ذكره، ص 101

⁽³⁾ السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 45-46

⁽⁴⁾ شبرا محمد عمر، المصدر سبق ذكره، ص 31

المقترض قادر على السداد أم لا. وحيث أن القروض مؤمنا عليها، فلا يهم ملاءة المقترض أو جدارته الائتمانية، بل المهم هو الرسوم التي يحصلها البنك وغيره من المؤسسات المالية من عمليات التمويل والتوريق وما يتصل بها.

بدون هذا التأمين لم يكن من الممكن لهذه الحلقة من الإقراض العقاري ومن ثمة الفقاعة العقارية أن تتضخم وتستقل إلى هذا الحد، ولم يكن من الممكن نشوء الأصول السامة التي كانت بؤرة خطر في الفقاعة والأساس الهش الذي قامت عليه سندات القروض⁽¹⁾.

لكن ما هي مصلحة شركات التأمين وصناديق التحوط من التأمين على هذه القروض؟ أولاً: الرسوم النقدية التي تحصل عليها، وهي رسوم مغرية إذا كانت المحفظة كبيرة. كما أن حوافز المدراء تعتمد على مقدار الدخل المتحقق، ولذلك كلما زادت الرسوم زادت الحوافز.

يمكن أن يكون التأمين عملاً مربحاً جداً على المدى القصير على وجه الخصوص، حيث يجمع المؤمن الأقساط، ويبدو كل شيء جيد طالما لم يقع الحدث المؤمن عليه. وهكذا حسبت المجموعة الدولية الأمريكية AIG أنها تجني المال. ما فرصة إفلاس شركة كبيرة مثل بير ستيرنز أو ليمان براذرز؟ حتى إذا كان هناك احتمال أن يسيئاً إدارة المخاطر، فلا بد أن تتدخل الحكومة لإنقاذها⁽²⁾.

ثانياً: طالما كانت أسعار العقار أو الأصول التي يتم تمويلها في ارتفاع، فلن يكون هناك مخاطر تعثر، لأن المقترض يستطيع تمويل العقار بقرض جديد، أو يمكن بيع العقار لتسديد الدين والحصول على ربح إضافي. وأسعار العقار في الولايات المتحدة كانت في ارتفاع متواصل منذ 2000، ولذلك لم يكن هناك ما يدعو للقلق من هذا الجانب. وهذا يبين كيفية نمو فقاعة الرهن العقاري. فالتأمين يشجع على الإقراض، والإقراض يساهم في رفع أسعار العقار، وارتفاع الأسعار يشجع على التأمين على القروض لانخفاض المخاطر، مما يشجع على المزيد من الإقراض وهكذا، فأصبحت حلقة الإقراض والتأمين يغذي بعضها بعضاً. مما أدى لتضاعف حجم الفقاعة، خاصة خلال سنوات 2004 إلى أوائل 2007، إلى أن انفجرت الفقاعة في صيف 2007، وبدأ مسلسل الكارثة بالتتابع.

ثالثاً: أن المؤمن يمكنه بيع المخاطر إلى آخرين، إما مفردة أو مركبة مع مخاطر أخرى، على شكل سندات تحاكي سندات القروض نفسها، ويحصل على رسوم إضافية مقابل ذلك. والمشتري لهذه السندات يمكنه بدوره بيعها ومن ثمة نقل المخاطر إلى آخرين، وبقي أعضاء السوق يتدافعون كرة الخطر فيما بينهم، كل يأمل أن الكرة لن تنفجر بيده، وكلما كان السوق أكبر واللاعبون فيه أكثر، كلما كان احتمال انفجار كرة الخطر بيد أحدهم أقل، فيكون قبول هذه المخاطر أكبر. ولهذا كان

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 46

(2) ستغليتر جوزيف، المصدر سبق ذكره، ص 216

تضخم السوق من مصلحة المجازفين، وهذا ما يفسر تضاعف سوق مخاطر الائتمان أكثر من ثماني مرات خلال السنوات 2004-2007 حتى وصلت إلى 62 تريليون دولار. لكن سوق مخاطر الائتمان لم يكن لينمو بهذا الحجم لو كان شراء التأمين يقتصر على البنوك التي قدمت القروض فعلا. الذي يميز المشتقات الائتمانية أنه يمكن لأي شخص أن يشتري التأمين من أي شخص آخر، حتى لو لم يكن لأي منهما أي علاقة بالقرض الممول للعقار. فيصبح العقد في الحقيقة رهانا محضا بين طرفين على ما سوف يحصل لطرف ثالث هو المقترض. فان أفلس المقترض دفع البائع التعويض للمشتري، دون أن يحصل المقرض أو المقترض على شيء من ذلك أصلا⁽¹⁾.

الذي حدث هو أن صناديق التحوط باعت أوراق مبادلات التعثر الائتماني، ليس فقط إلى البنك المقرض الفعلي، بل أيضا إلى عدد آخر كبير من البنوك التي تريد المراهنة على تعثر المدين. وبالمقابل فان حملة أوراق المبادلات يعيدون بيع هذه الأوراق إلى آخرين، وتكرر هذه العملية عدة مرات. في حين أن عقد التأمين الأصلي يعوض فقط الطرف المؤمن فعلا، فانه في حالة أوراق مبادلات التعثر الائتماني هناك العديد من حملة هذه الأوراق الذين يجب تعويضهم. وهذا ما يزيد في حدة الخطر ويجعل من الصعب بالنسبة لصناديق التحوط والبنوك أن تفي بالتزاماتها. إن المبلغ الخيالي لجميع المشتقات الغير مسددة بما في ذلك CDS التي بلغت 45.6 تريليون دولار، قدر من قبل بنك التسويات الدولية بـ 600 تريليون دولار، أي أكبر بعشر مرات من حجم الاقتصاد العالمي⁽²⁾.

■ تضاعف المخاطر

إن طبيعة المشتقات تبين كيف يمكن أن تكون سببا في تضاعف المخاطر بدلا من تقليصها، حيث تؤدي خسارة كل دولار في القروض المؤمن عليها إلى خسارة عدة أضعاف في سوق المشتقات. فحجم الديون المراهن عليها بلغ 62 تريليون دولار بنهاية 2006، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة بأكمله لا يتجاوز 10 تريليون دولار، في حين يقدر الرهن منخفض الملاءة بنحو 1.3 تريليون دولار. ومقارنة سريعة بالأرقام التي تتعلق بخسائر الأسواق بسبب الأزمة تبين أنه لا بد أن يكون هناك سبب وراء هذه الخسائر الهائلة التي تتجاوز عدة مرات حجم السوق العقاري بأكمله.

ووفقا للتقديرات فان 80% من المشتقات الائتمانية توصف بأنها عارية (Naked CDS)، أي أنها رهانات جانبية لا يملك أي من الطرفين فيها أي علاقة بالقرض المؤمن عليه. ولهذا السبب فان

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 47

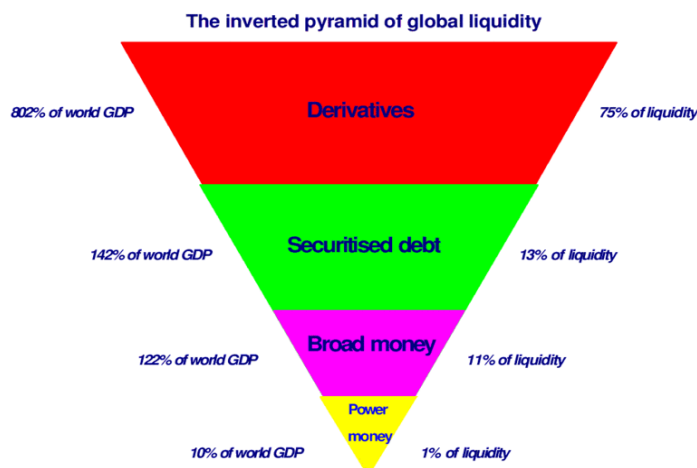
(2) شبرا محمد عمر، المصدر سبق ذكره، ص 32

مخاطر القروض الفعلية لا تقتصر على طرفي عقد القرض، المقرض والمقترض، بل تتعداها إلى جميع المراهنين على هذا القرض. ولهذا السبب أيضا يصبح من السهل إنشاء ما لا يحصى من عقود المقايضات على القروض، في حين لا يمكن إنشاء ما لا يحصى من القروض الفعلية بسبب محدودية سوق العقار وعدد المقترضين. وهذا يعني أن مخاطر القروض تتضاعف عدة مرات بحسب حجم الرهان عليها، وهذا ما يجعل المشتقات آلية لتضخيم المخاطر وتفاقمها. على سبيل المثال، مجموع الديون التي على بنك Lehman Brothers كان نحو 600 مليار دولار، بينما كان هناك نحو 400-500 مليار دولار من المشتقات الائتمانية على ديون ليمان براذرز، منها نحو 300 مليار "عارية". هذا يعني أن إفلاس ليمان أدى إلى خسائر مجموعها 900 مليار بدلا من حجم الديون الفعلية وهو 600 مليار. هذا فضلا عن السندات المهيكلية المبنية على المشتقات التي بدورها راهنت على ديون ليمان براذرز والتي لا يمكن تقديرها على وجه الدقة. مثال آخر هو شركة دلفي حينما أفلست كان حجم ديونها 5,2 مليار دولار، في حين كان إجمالي قيمة المشتقات الائتمانية على ديونها هو 28 مليار، وإجمالا يصل حجم عقود المشتقات ثلاثة إلى أربعة أضعاف الديون الفعلية⁽¹⁾.

لقد كانت المالية قبل اندلاع كارثة قروض الرهن العقاري سنة 2006 كعملاق بالنظر إلى حجم الالتزامات والديون، ولكن هذا العملاق لديه أرجل من طين، والمتمثلة في الاقتصاد الحقيقي، الذي لا يقوى على تحمل حجم تلك الديون والالتزامات المالية.

(1) سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص ص 48-49

الشكل رقم (15): هرم السيولة المقلوب قبل اندلاع أزمة قروض الرهن العقاري (سنة 2006)



المصدر : The inverted pyramid of global liquidity, Available on:

http://commons.wikimedia.org/wiki/Image:The_inverted_pyramid_of_global_liquidity.gif ,

retrieved : 22/07/2013

الطبقة الصفراء تعبر عن السيولة المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي، الملموس، المتمثل في المنتجات المادية، الخدمات، والمنتجات الفكرية، وتكون هذه السيولة في شكل أوراق نقدية أو نقود معدنية، وتمثل 10% من PIB العالمي. الطبقة البنفسجية مكونة من السيولة المرتبطة بحسابات الشيكات، البطاقات الائتمانية... وتمثل 122% من PIB العالمي. والطبقة الخضراء ترتبط بسندات الدين المضمون CDO المتضمنة قروض الرهن العقاري منخفضة الملاءة وتمثل 142% من PIB العالمي. أما السيولة المتعلقة بالطبقة الحمراء فهي مكونة من CDS، المستقبلات (Futures) والخيارات (Options)، وتمثل 802% من PIB العالمي.

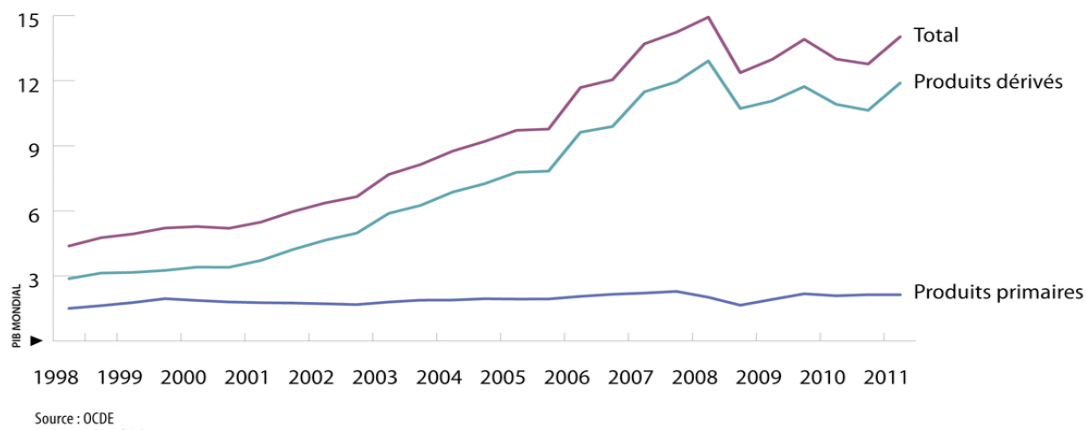
إن التعثر في تسديد القروض في الاقتصاد الحقيقي الذي يمثل قدم العملاق (قاعدة الهرم المقلوب) يؤدي إلى انهيار الطبقة الخضراء، وانهيار احتياطات البنوك يؤدي بدوره إلى اختلال التوازن العالمي للطبقة الحمراء، التي انهيارها يسبب انهيار النظام البنكي بكامله. فكما رأينا سابقاً أنه في أسواق المشتقات الجميع مرتبطون ببعضهم، والكل مرتبط في النهاية بالأسواق، خاصة سوق العقار. فكل دولار خسارة في سوق العقار يمكن أن يؤدي إلى خسارة مضاعفة عدة أضعاف في سوق المشتقات⁽¹⁾.

4. تطور المشتقات بعيداً عن الاقتصاد الحقيقي

(1) La finance aux pieds d'argile, disponible sur le lien : <http://conscience-sociale.blogspot.com/2008/09/la-finance-et-le-judo.html> , consulté le: 10/10/2011

يميز الرسم البياني التالي بين الأصول المالية الأساسية أو الأولية التي تستخدم غالبا لتمويل الاقتصاد الحقيقي⁽¹⁾، والمشتقات المالية التي تهدف إلى تبادل الثروات بين المراهنين، حيث بين أنه منذ بداية 1990 تطورت المنتجات من النوع الثاني بشكل صاعق، بينما منحنى المعاملات المالية النافعة المرتبطة بالأصول من النوع الأول قد بلغت أقصاها. ففي سنة 1998 كانت القيمة الإجمالية للمبادلات على المنتجات المشتقة تبلغ 81000 مليار دولار، وهو ما يعادل 3 مرات PIB العالمي، بينما في سنة 2010 بلغت قيمة المبادلات على المنتجات المشتقة 605000 مليار دولار، وهو ما يعادل 12 مرة PIB العالمي. في حين أن المعاملات بالأصول الأولية لم تتغير إلا بين 1.5 و 2 مرة PIB العالمي خلال نفس الفترة⁽²⁾.

الشكل (16): تطور المنتجات المالية الأولية والمشتقة خلال الفترة 1998 - 2011



المصدر :- <http://www.cuej.info/dossiers-> Rien ne va plus, faites vos jeux, disponible sur le lin : <http://www.cuej.info/dossiers-> , consulté le: multimedias/2012-leurope-imprevisible/rien-ne-va-plus-faites-vos-jeux 29/03/2013

نشر بنك التسويات الدولية دراسة إحصائية حول مبلغ المنتجات المشتقة في العالم في نهاية 2013، حيث بلغت هذه الأخيرة مبلغ خيالي يقدر بـ 710000 مليار دولار، وهو ما يمثل أكثر من 10 مرات PIB العالمي (قيمة كل السلع والخدمات المنتجة على المعمورة سنة 2013). وللمقارنة، فإن PIB الولايات المتحدة الأمريكية قد ارتفع في 2013 إلى 16000 مليار دولار، أي أن المشتقات المالية في نفس السنة تمثل 44 مرة ضعف PIB الولايات المتحدة الأمريكية. وهذه

(1) الأوراق المالية الأولية أو الأساسية والمتمثلة أساسا في السندات مثل سندات الخزينة لتمويل الحكومات أو السندات الخاصة لتمويل المؤسسات، القروض البنكية مثل القروض العقارية، والأسهم. غالبا ما تستخدم لتمويل الاقتصاد الحقيقي أي تمويل الاستثمارات المنتجة، كأن تصدر الدولة سندات حكومية لتمويل مشاريع بناء مدارس، أو تصدرها مؤسسة ما تريد أن تنمو أكثر أو بإصدار أسهم للرفع من رأسمالها.

(2) Atkinson Paul, op.cit.

الكمية من المنتجات المشتقة هي أكثر بـ 20 % من الرقم القياسي السابق الذي بلغت المنتجات المشتقة، والذي يعود إلى ما قبل أزمة 2008⁽¹⁾.

5. طبيعة المشتقات المالية

واقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات، حيث أن ما بين 1 و 3% فقط من العمليات على المشتقات المالية الغرض منها درء المخاطر عن النشاط الصناعي والتجاري، أما الباقي فليس سوى عمليات مضاربة⁽²⁾. فالمشتقات أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط. وهذا يعود إلى طبيعة هذه المشتقات، والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

5.1. المشتقات بطبيعتها مبادلة صفرية

منذ أن ظهرت المشتقات في الغرب قبل 150 عاما تقريبا أثارت ولا تزال الكثير من الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية. فبحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام. ومن ناحية اقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوأ أثرا من القمار، لأنه يتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلبها الكثير من الناس. ولهذا لم يكن غريبا أن أكثر مجموعات الضغط نشاطا في السابق ضد المشتقات هم المزارعون، إذ كانوا أكثر الفئات تضررا من هذه التقلبات.

كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع. وهذا ما يجعل المشتقات هي أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة⁽³⁾.

حيث ما يربحه أحد الطرفين هو ما يخسره الطرف الآخر. ولهذا السبب فإن المشتقات لا تعد مبادلة "حقيقية" لأنه لا يراد بها نقل ملكية الأصل محل الاشتقاق، بل يقتصر الأمر في الأغلب الأعم على تسوية فروق الأسعار عند نهاية العقد. فعلى سبيل المثال، 99% من عقود المستقبلات يتم تسويتها قبل حلول الأجل. لذلك نجد أن هيئة الخدمات المالية في بريطانيا تعرف المشتقات بأنها "عقود على الفروق"⁽⁴⁾.

وحيث أن المشتقات بطبيعتها مبادلات صفرية، فهذا يعني أن أي تغير في قيمة الأصل سيؤدي بالضرورة إلى خسارة لأحد الطرفين. وإذا كانت السوق كلها كذلك، فالنتيجة أن أي تغير أو تذبذب

(1) Drouin Fabrice, op.cit.

(2) هانس بيتر مارتن وهارالد شومان، المصدر سبق ذكره، ص 101

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، المشتقات المالية أدوات للتحوط أم للمجازفة؟، المصدر سبق ذكره.

(4) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 30

في قيمة الأصل لابد أن يؤدي إلى خسارة عدد غير قليل من المتعاملين. ومنه فإن سوق المشتقات أكثر تعرضاً إلى المخاطر بحسب التعريف⁽¹⁾.

الطبيعة الصفيرية لسوق المشتقات تجعله أشبه ما يكون بحرب مستمرة لا هوادة فيها بين أعضاء السوق. وهذا يعني أن احتمالات إخفاق أي عضو ستكون أكبر مما عليه الحال في الأسواق غير الصفيرية. وذلك لأن الإخفاق لا يكون متوقفاً على العوامل الخارجية فحسب، بل يسهم في ذلك أيضاً الأعضاء الآخرون بسبب التناقض والتنافر في المصالح بين الأعضاء. فخسارة أحدهم هي ربح بالضرورة لغيره، وكلما كان حجم الخسارة أكبر كلما كانت مصلحة الآخرين من الإخفاق أكبر. وهذا كان أحد عوامل انهيار صندوق LTCM (Long Term Capital Management) في 1998. فبعد أزمة السندات الروسية عانى الصندوق من خسائر مالية، ولما علم المجازفون الآخرون بذلك اتجهوا للمراهنة ضد الصندوق ليحققوا أكبر مكاسب ممكنة. وسواء كان مقصودهم إضرار الصندوق أو تحقيق أرباحهم الخاصة فالنتيجة واحدة في الحالتين. وهذا يؤكد الطبيعة الصفيرية للسوق التي تجعل خسارة طرف بالضرورة ربحاً للآخرين، مما يجعل احتمالات الإخفاق أكبر، ويجعل من ثمة مخاطر السوق أكبر⁽²⁾.

2.5. الفصل بين المخاطر وبين ملكية الأصول محل هذه المخاطر

تقوم فلسفة المشتقات على الفصل بين المخاطر وبين ملكية الأصول محل هذه المخاطر، وهذا هو السبب وراء تسميتها بالمشتقات، إذ هي مشتقة من الأصول لكنها لا تتضمن ملكيتها. هذا الفصل يؤدي إلى جملة من الآثار الاقتصادية التي تجعل المشتقات مصدراً للخطر بدل أن تكون وسيلة للتحوط، ومن بين هذه الآثار نجد:

- **مشكلة تفاوت المعلومات ومن ثمة نقص الكفاءة:** فالطرف الذي يملك الأصول أقدر بطبيعة الحال على التصرف فيها والتحكم في مخاطرها، أما الطرف المجازف فهو يتحمل المخاطر دون أن يملك القدرة على التصرف بما يقلل مخاطر الأصول. مثال ذلك المشتقات التي تسمى "مقايضة مخاطر الإفلاس CDS"، التي تتيح للبنك أن يقايض مخاطر الإفلاس لديه وينقلها لطرف آخر، وهو غالباً شركات التأمين. ولكن البنك بطبيعة الحال أقدر على متابعة المقترضين والتعرف على مخاطرتهم من شركة التأمين، وهذا ما يجعل الطرف الآخر - شركة التأمين - أقل قدرة على التحكم في مخاطر المقترضين. كما أنه يجعل البنك أقل عناية في انتقاء المقترضين ومتابعتهم،

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 51

(2) المصدر نفسه، ص 52

وهي مشكلة المخاطر الأخلاقية المعروفة. وهذا يعني أن تبادل هذه المخاطر يجعلها أبعد عن السيطرة وأقرب إلى الارتفاع منها إلى الانخفاض⁽¹⁾.

■ **تحول المخاطر إلى سلعة:** فصل المخاطر عن الأصول يعني تحويلها إلى "سلعة". لكن هذه السلعة ليست من الطيبات التي يرغب في الحصول عليها، بل هي سلعة ضارة أشبه ما تكون بالنفائيات السامة. من وجهة نظر المجتمع، فإن المخاطر يجب تقليلها إلى أدنى حد. ولكن إيجاد سوق خاص بالمخاطر يعني وجود من يربح من خلال المتاجرة بها. وإذا كان الأمر كذلك فإن من مصلحة هؤلاء توسع السوق ونموها لأن هذا يعني مزيدا من فرص الربح بالنسبة لهم. ولكن توسع السوق يقتضي مزيدا من المخاطر المتداولة، وهذا ينافي الهدف الأصلي وهو تقليل المخاطر وتخفيضها.

وكما أن النفائيات السامة كثيرا ما ينتهي بها الحال أن تدفن في الدول الفقيرة والنامية، فإن المخاطر ينتهي بها الحال أن يدفع ثمنها الدول النامية، كما حصل في الأزمات المالية التي أصابت دول أمريكا اللاتينية ودول شرق آسيا. والمنطق نفسه ينطبق على البلد الواحد، حيث يدفع ثمن المخاطر في النهاية الجمهور من المتعاملين في الأسواق المالية. فتحويل المخاطر إلى سلعة يؤدي إلى زيادتها من جهة وسوء توزيعها من جهة أخرى⁽²⁾.

■ **المخاطر المصطنعة:** إن فصل المخاطر عن الأصول الحقيقية وإعادة تركيبها بشتى أنواع الصور، كما هو الحال في المشتقات، يعني أن تركيبة المخاطر والعوائد التي تتضمنها هذه الأدوات تختلف جوهريا عن تلك التي تتضمنها الأصول الحقيقية، ولكن هذه التركيبة تعني بروز فرص للربح لا صلة لها بالاقتصاد الحقيقي. وهذا يعني أن رؤوس الأموال المخصصة لأسواق المشتقات تصبح معرضة لمخاطر لا صلة لها ابتداء بالنشاط الإنتاجي. وحيث أن المجازفات الناشئة عن ذلك مآلها أن تؤثر بشكل أو بآخر في أسعار الأصول الحقيقية، فإن هذا التأثير يؤدي إلى اختلال فرص الاستثمار الحقيقي، لأن المضاربات نشأت من تركيبة للمخاطر والعوائد مستقلة ابتداء عن الأصول الحقيقية⁽³⁾.

■ **بين الرغبة والقدرة على تحمل المخاطر:** وأما القول بأن المخاطر يتم نقلها إلى الطرف الأقدر على تحملها، فهو افتراض نظري بحت. فهناك فرق جوهري بين الرغبة في تحمل المخاطر وبين القدرة على ذلك. فالطرف المجازف في المشتقات لا ريب أنه راغب في تحمل المخاطر، لكن

(1) المصري رفيق يونس، السويلم سامي بن إبراهيم، شبرا محمد عمر، الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، تركستاني عبد الله قران، بلعباس عبد الرزاق سعيد، بلوافي أحمد مهدي وإبراهيم أبو العلا، (2009): الأزمة المالية العالمية - أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة 01، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي - جامعة الملك عبد العزيز: جدة، السعودية، ص 43

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 44

(3) المصدر نفسه، ص ص 44 - 45

هذا لا يعني بالضرورة أنه قادر بالفعل على تحملها. إذ يوجد من المجازفين من يملك الرغبة في تحمل المخاطر مع كونه الأقل قدرة على تحملها.

وبما أن المشتقات تولد دخلاً حاضراً للطرف المجازف (العمولة)، فالحاجة الآتية للنقد قد تدفعه لتحمل مخاطر لا يستطيع احتمالها بسبب نقص السيولة. وتكون النتيجة هي أن الأقل قدرة هو الأكثر إصراراً على تحمل المخاطر، وهو ما يعرف بمشكلة الانتقاء العكسي. هذه المشكلة تؤدي إلى نقيض الهدف المعلن للمشتقات، وهو نقلها إلى الطرف الأقدر على تحملها. وكما هو معلوم، فإن مشكلة الانتقاء العكسي، شأنها شأن مشكلة المخاطر الأخلاقية، تنشأ في الأسواق التي يعتريها تفاوت المعلومات ونقص الكفاءة، وهذا هو الغالب على الأسواق⁽¹⁾.

ومع التضخم الهائل لسوق المشتقات فإن أي انهيار سيكون تهديداً مباشراً للاقتصاد بأكمله، وهذا ما يجعل الحكومات والبنوك المركزية تتدخل لمنع وقوع هذه الانهيارات، كما حصل في صندوق LTCM وغيره من المؤسسات المجازفة المالية. والتدخل الحكومي مصدر أساسي لربحية المجازفين، كما أكد على ذلك جوزيف ستيجليتز الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد، وإلا فإن الأسواق المشتقة إجمالاً سوق صفرية كما سبق. ولكن تدخل الجهات الرسمية يعني أن الذي يدفع الثمن الفعلي لهذه المجازفات هو جمهور الأفراد والشركات الذين هم عماد الاقتصاد. فالجمهور في النهاية صار يتحمل مخاطر المجازفين التي تفوق بأضعاف مخاطر النشاط الحقيقي. فبدلاً من أن تكون المشتقات وسيلة لحماية الجمهور من المخاطر صارت وسيلة لتحمله مخاطر تفوق بأضعاف ما كان يسعى لتجنبه من خلالها⁽²⁾.

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 41-42

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، المشتقات المالية أدوات للتحوط أم للمجازفة؟، المصدر سبق ذكره.

المبحث الثالث: أزمة الرهن العقاري 2008 لتصحيح الانحراف بين المالية والاقتصاد الحقيقي

تعد الأزمة المالية الحالية أسوأ أزمة مرت على العالم منذ الكساد العالمي الكبير في 1929، كما أنها أزمة تتطور أوجهها وتتلون بمرور الوقت على نحو مخيف، وذلك من أزمة مالية نشأت في قطاع الرهن العقاري في الولايات المتحدة، إلى أزمة اقتصادية انعكست في صورة كساد عميق اتسع ليضم كافة دول العالم تقريبا، ثم إلى أزمة مالية مرة أخرى في صورة تصاعد المخاطر المحيطة بالديون السيادية للعديد من دول العالم، بصفة خاصة في الاتحاد النقدي الأوروبي. وجاءت هذه الأزمة لتصحيح الانحرافات التي عرفها القطاع المالي والتي أدت إلى نموه على حساب الاقتصاد الحقيقي، لذلك كان من غير الممكن لهذا التوسع الغير صحي للمالية التقليدية أن يستمر إلى ما لانهاية.

المطلب الأول: أسباب الأزمة

الأزمة المالية نشأت باختصار عن التوسع في قروض تملك العقار (والتي تسمى الرهن العقاري⁽¹⁾)، خاصة للفئة منخفضة الملاءة (subprime)، وما صاحبه من ارتفاع مضطرد لأسعار العقار. ولما بدأت أسعار العقار بالتراجع بدأت الأهرامات الهائلة من الديون بالانهيار. وهو ما أصاب المؤسسات المالية بما يشبه الشلل، مما أدى بدوره إلى تراجع كبير في الأداء الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة.

وتعود جذور الأزمة إلى انفجار فقاعة التكنولوجيا (أو الدوت كوم) في ربيع سنة 2000، وهي فقاعة سمح ألن غرينسبان، رئيس الاحتياط الفدرالي في ذلك الوقت، بتطورها وحققت نموا قويا في أواخر التسعينات. فهبطت أسعار أسهم التكنولوجيا 78% بين مارس 2000 وأكتوبر 2002. مما أثر على الاقتصاد ككل، فكثير من الاستثمارات تركزت في قطاع التكنولوجيا المتقدمة وتوقف ذلك مع انفجار فقاعة أسهم التكنولوجيا، ودخلت الولايات المتحدة في حالة ركود في مارس 2001. استخدمت إدارة الرئيس جورج دبليو بوش للخروج من الركود القصير الذي تلا انهيار فقاعة التكنولوجيا تخفيض الضرائب على الأغنياء. غير أن التخفيضات الضريبية لم تحفز الاقتصاد إلا

(1) الرهن العقاري: الرهن في معناه العام هو اتفاق قانوني يجري بمقتضاه منح ملكية مشروطة لأصول معينة مثل الأوراق المالية أو الممتلكات العينية لشخص معين أو هيئة معينة، وذلك مقابل الحصول على قرض ويصبح الاتفاق لاغيا عند سداد الدين، وفي معناه المتعلق بموضوعنا هو عبارة عن قرض يمنح لشخص أو مؤسسة ما لتغطية جزء من قيمة البيت أو العقار وعادة ما يستخدم هذا الأخير كضمان لسداد قيمة القرض الممنوح. ومن حق المقرض أن يعمد إلى اتخاذ الإجراءات القانونية التي تمكنه من الاستيلاء على الشيء المرهون، العقار أو البيت أو غيرهما في حال عدم قدرة المقرض عن سداد القرض في الفترة الزمنية المتفق عليها، أو في حال التأخر عن سداد الأقساط المتفق عليها شهريا بعد توجيه إنذارات متكررة من المقرض... (أحمد مهدي بلوافي وآخرون، أزمة عقر أم أزمة نظام، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 259)

على نطاق محدود. ومنه تم اللجوء إلى استخدام السياسة النقدية للخروج من الركود الاقتصادي. وبناء على ذلك خفض غرينسبان معدلات الفائدة، وغرق السوق بالسيولة. هذا الفائض الكبير في السيولة لم يستعمل في المزيد من الاستثمار في المصانع والمعدات. لذا نجح خفض الفوائد في إحلال فقاعة الإسكان محل فقاعة التكنولوجيا، ما دعم الاستهلاك وازدهار العقارات⁽¹⁾. وعليه فالأزمة الحالية نشأت في سوق العقار في الولايات المتحدة، فبعد انهيار الأسهم بعد فقاعة الانترنيت في عام 2000، اتجه المجازفون إلى سوق العقار، والذي كانت أسعاره تلحظ تحسنا مطرد في السنوات السابقة. ومع التوسع في القروض العقارية ازداد معدل ارتفاع أسعار العقار، حتى تجاوزت 20 % سنويا.

ومع تدفق رؤوس الأموال ورغبة شركات التمويل في التوسع في القروض العقارية، اتجهت إلى الأشخاص منخفضي الملاءة الائتمانية⁽²⁾. وانتشرت هذه القروض لأنها بالرغم من مخاطرها تتضمن ربحا أعلى للمقرضين. ولأن المقرض يفترض استمرار الارتفاع في أسعار العقار، و هو ما يجعل استرداد القرض حين التعثر ميسورا من خلال بيع العقار أو إعادة تمويله. كما أن وسائل الهندسة المالية في تجميع القروض وتسنيدها والتأمين عليها، كما رأينا سابقا شجعت أيضا على الدخول في هذه القروض⁽³⁾.

ومنه فإن أزمة القروض العقارية تعود في الأصل إلى الفقاعة العقارية⁽⁴⁾ المرتبطة بشكل ضيق بفقاعة القروض، هذا الخليط القابل للانفجار، والذي تم ملاحظته في الكثير من المرات خلال تاريخ الأسواق المالية. أي أنها أزمة كلاسيكية بالنظر إلى هذه الفقاعة المزوجة⁽⁵⁾.

1. الفقاعة العقارية

إذا أخذنا سوق العقار خلال الفترة 2000-2007 نلاحظ ارتفاع كبير في أسعار العقار الذي شمل عدة دول، وهذا ما يعكسه الجدول الموالي، أين يبين معدلات نمو أسعار العقار خلال الفترة 1997-2007 بالنسبة لأربعة دول:

(1) ستغليتر جوزيف، المصدر سبق ذكره، ص 30

(2) وهم الذين لا يمكنهم دخلهم من الحصول على القرض لانخفاض احتمالات السداد وارتفاع مخاطر التعثر.

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 42

(4) إن مصطلح "فقاعة عقارية" يعود إلى كون المنازل والشقق لا تمثل بالنسبة لمالكها قيمة استعمالية فقط، ولكن أيضا "أصل مالي" يقومون بشرائه على أساس إعادة بيعه لتحقيق ربح بشكل آمن (دون أخطار) وبمردودية عالية، ويستعمل كرهن من أجل الحصول على قروض أخرى.

(5) Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p16

الجدول رقم (03): معدلات نمو أسعار العقار لأربعة دول خلال الفترة 1997-2007

البلد	الفترة 1997-2007
الولايات المتحدة الأمريكية	171%
فرنسا	139%
اسبانيا	189%
المملكة المتحدة	211%

المصدر: Aglietta Michel, Macroéconomie financière, op.cit, p 118

وقد قدرت قيمة الفقاعة العقارية بـ 30 تريليون دولار، وهو ما يعادل القيمة المضافة المنتجة خلال سنة كاملة من قبل الدول المتطورة، ومنه فان هذه الفقاعة ضخمة جدا⁽¹⁾. وإذا أخذنا بعين الاعتبار تطور أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية نلاحظ أن الفترة 1997-2007 هي فترة استثنائية فيما يتعلق بشدة ارتفاع أسعار العقار، حيث لم يلاحظ هذا الارتفاع من قبل في الولايات المتحدة الأمريكية.

ولكن كيف يمكن أن يكون هذا الارتفاع في الأسعار ممكن الحدوث؟ فالاقتصاديون يرون أنه عندما يرتفع السعر على مستوى سوق تنافسي، فان ذلك يؤدي إلى إضعاف الطلب والضغط على الأسعار نحو الانخفاض. في حين أنه في الولايات المتحدة الأمريكية، مثلما في باقي الدول المعنية، نلاحظ أنه منذ 1997 إلى غاية منتصف 2006، فان هناك ارتفاع شبه مستمر للأسعار. ومنه لماذا لم تعمل آلية التعديل الذاتي للمنافسة؟

للإجابة على هذا السؤال، لابد من معرفة أن العقار ليس سلعة عادية. في الواقع إن العقار لا يتم اقتناؤه من أجل منفعته الاستعمالية فقط، وإنما يكون العقار مرغوب فيه أيضا من أجل المردود الذي يحققه، على غرار أصل مالي. ومنه فان العقار أو السكن هو سلعة معقدة، فهو من ناحية قريب من السلع العادية، ومن ناحية أخرى فهو يشبه الأوراق المالية.

إن كون المردودية إحدى دوافع شراء العقار، قد عدل بشكل كبير طبيعة العلاقة التي تربط السلعة بالمشتريين. من أجل فهم ذلك، نترك جانبا الإيجار، الذي رغم أنه مصدر لمردود مالي، إلا أنه لم يلعب دور معتبر خلال الفترة 1996-2006، وهو ما يثبتته الاستقرار الكبير في الإيجارات⁽²⁾. وبالتركيز على الارتباط الموجود بين المردودية وارتفاع الأسعار، خلال الفترة 1997-2006، فان هذا الارتفاع في السعر وعبر استمراره قد جعل من العقار استثمار مربح للغاية، ومنه أصبح السكن سلعة جذابة خاصة إذا أضفنا إليها مختلف المساعدات الضريبية التي مستها.

⁽¹⁾ Aglietta Michel, Macroéconomie financière, op.cit, p118

⁽²⁾ ما بين 1996 و 2006، بلغ ارتفاعه الإجمالي بالقيم الحقيقية 4%

بالنتيجة فإن ارتفاع الأسعار، بعيدا عن إضعاف الطلب، يخلق ظهور مشتريين جدد، وهو ما يقوي وبشكل كبير ديناميكية الارتفاع في الأسعار. وهذا الميكانيزم هو أساس ظهور الفقاعات المضاربة. فارتفاع الأسعار باعتباره يولد مردودية أكبر، فانه يرفع من جاذبية الأصل ويدعم الطلب عليه، وهو ما يضغط على الأسعار نحو الارتفاع. وهو بهذه الطريقة يكون دورة من الارتفاع في الأسعار تدعم نفسها ذاتيا. وبمصطلحات اقتصادية هذا يعني أن الطلب على السلع العقارية دالة متزايدة بالنسبة للسعر: عندما يرتفع السعر، فإن الطلب لا ينخفض وإنما يرتفع. ومنه فإن هذه الوضعية مختلفة عن تلك الخاصة بالسلع العادية، وينتج عن ذلك تطورات في السعر تخرق كل المقاييس.

إن هذا التسلسل الذي يبدأ من ارتفاع ملاحظ في الأسعار إلى ارتفاع جديد في الأسعار، مرورا بارتفاع الطلب، ليس ميكانيكيا، بمعنى أن ذلك لكي يتحقق فانه يتعلق بالتنبؤ أو التوقع الذي يبين أن الارتفاع الملاحظ في الأسعار سيستمر في المستقبل. للتذكير أنه على مستوى هذا التفكير، فإن المشتري يشعر أنه يميل أكثر إلى اعتبار أن هذا التنبؤ كأنه المناسب، وأن نفس هذا التفكير قد بدا مريح في الماضي، وذلك بالنظر إلى العدد الكبير من المستثمرين الذين حققوا من ذلك أرباح كبيرة. هذا الميكانيزم قد أنتج خلال السنوات 2000-2006 على مستوى سوق العقار، فقاعة مضاربة ضخمة.

إن المردودية قد لعبت دور أساسي، فمن بين طلبات السكن الإجمالية، نلاحظ أن نسبة أولئك الذين يصرحون أنهم اشتروا سكنات لأهداف مضاربة محضة ظلت أعدادهم في ارتفاع مستمر طيلة الفترة المدروسة. في حين أنه في الأوقات العادية، يسيطر أولئك الذين يشترون مساكن للإقامة فيها، ف شراء مساكن بهدف التوظيف تمثل غالبا أكثر من 10%، أما في سنة 2005 بلغت هذه النسبة 27.70%.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية حيث أن نظام القرض قد سمح لملاك المنازل المحظوظين تحويل القيمة المضافة الكامنة إلى نقود سائلة عبر الاستدانة. وذلك نظرا للارتفاع المستمر في أسعار العقار. حيث قدر أنه خلال الفترة 1991-2005 بلغت قيمة الرهون العقارية التي تم استخراجها 520 مليار دولار كمتوسط سنوي.

إن كل ما تقدم يدفع إلى شراء المساكن وذلك بشكل مستقل عن المنفعة الاستعمالية للسكن والتي تضاف إلى دوافع الطلب الإجمالي⁽¹⁾ وبهذه الطريقة قد تم تمويل جزء كبير من استهلاك الأسر حتى أثناء ركود الأجر الحقيقي. ولكن حتى يتحول الطلب المتزايد الناتج عن ارتفاع الأسعار إلى

(1) هو ميكانيزم آخر يدعم الضغط على الأسعار نحو الارتفاع من خلال الطلب ، من خلال خوف الأسر من أنها لو انتظرت طويلا فإن السكن سيصبح أكثر غلاء بالمقارنة مع الدخل.

طلب فعال، لابد أن يكون لدى الطالبين الوسائل المادية لاقتناء السلعة العقارية التي رغبوا فيها. ومنه فإن الحصول على القرض يفرض نفسه كعامل أساسي في تكوين الفقاعة العقارية⁽¹⁾.

2. فقاعة القروض

لقد ساهمت المؤسسات المالية وبفعالية في مرحلة الصعود أو مرحلة الانتعاش المضاربة، فقد كانت أهم المبادرين وأهم المستفيدين، بحيث ذهبت إلى أبعد من ذلك حيث دفعوا بالأسر نحو ارتكاب خطأ عندما كانوا يحاولون إرشادهم. فبدون القرض السهل، بمعدل فائدة منخفض ويتم إصداره بكميات كبيرة، فإن الفقاعة العقارية لم تكن لتصل إلى الحجم الذي بلغته. من وجهة النظر هذه، أزمة قروض الرهن العقاري منخفضة الملاءة تتطابق كلياً مع ما حدث تاريخياً وهو التداخل بين فقاعات القروض والفقاعات العقارية. ولفهم طبيعة هذه الأزمة، انطلاقاً من المعطيات الإحصائية التي في حوزتنا، سنرى كيف كان تطور قروض الرهن العقاري خلال السنوات التي سبقت الأزمة، من ناحية كميتها، نوعيتها وسعرها. فهذا سيسمح لنا بتحديد معنى "فقاعة القرض"⁽²⁾.

ويشكل أكيد، فإن نمو قروض الرهن العقاري قد كان جد معتبر. فحجم القروض تطور بأكثر من الضعف خلال 6 سنوات، فما بين 2000 و2006، فقد ازداد مبلغ هذه القروض من 4800 مليار دولار إلى قرابة 9800 مليار، وهو ما يمثل معدل نمو قدره 13% سنوياً، بحيث أن حصة الاستدانة العقارية بالنسبة لـ PIB قد ارتفعت بشكل قوي⁽³⁾. هذه الاستدانة الكبيرة ظهرت عندما أصبح معدل الادخار الإجمالي للأسر سالب سنة 2005 أين وصل إلى -1.25% في المتوسط خلال أبريل وماي 2007.

ولكن وراء هذا النمو الفريد من نوعه للقروض، فإن الأمر الأكثر أهمية عند تفحص تطور سوق الرهن العقاري خلال هذه الفترة، هو الحجم الهائل للتطورات التي عرفت نوعياً القروض التي تم إصدارها. وفي هذا المجال فإن قوى المنافسة قد لعبت دور مهم، وذلك بتحويل هيكل السوق جذرياً. وبدقة أكثر، فقد شهدنا التدهور المستمر في معايير منح القروض بين سنتي 2001 و2007. والمعيار الأول لهذا التراجع في نوعية القروض يكمن في الحصة المتزايدة للقروض الموجهة لأسر تحمل أخطار، وبشكل خاص تلك المسماة "subprime"، فما بين 2001 و2007،

(1) Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, pp 18-21

(2) Idem, p 22

(3) Romey Carine et Drut Bastien, (Janvier 2008) : Une analyse de la notation sur le marché des RMBS « subprime » aux Etats-Unis, **Risques et tendances** (n° 4), p 19

مبلغ القروض منخفضة الملاءة قد تضاعف 7 مرات⁽¹⁾. حيث بلغ 1170 مليار دولار في نهاية سنة 2006، أي ما يمثل تقريبا 12% من الحجم الإجمالي للقروض العقارية الموجهة للأسر. وهو ما يعني أنه من بين القروض الجديدة المصدرة بين سنتي 2005 و 2006، فإن نسبة القروض منخفضة الملاءة قد تجاوزت 20%، في حين أنها كانت تمثل أقل من 9% من القروض العقارية في 1999.

في حين أنه من المدهش أن هذه الأرقام لا تعكس بشكل جيد الواقع، لأن التراجع قد مس القروض منخفضة الملاءة في حد ذاتها. فبنوعية هذه القروض كانت تتراجع باستمرار خلال السنوات الستة التي سبقت الأزمة. وهذا نتيجة السياسة المتوحشة التي تهدف دائما إلى إيجاد مقترضين جدد غير الأسر التقليدية، ومن أجل ذلك كانت تسهل في منح القروض وذلك حسب صيغ متعددة كانت كلها تحمل مخاطر، فعلى سبيل المثال القروض الهجينة $ARM^{(2)}$ 28/2⁽³⁾ و 27/3 أو القروض "معدل الفائدة فقط"⁽⁴⁾. الجدول التالي يصور بعض هذه الاتجاهات مثل الحصة المتزايدة للقروض من النوع ARM، القروض "معدل فائدة فقط" وقروض مع وثائق غير تامة وحتى من دون وثائق (تسمى "liar loans"). كل هذه العوامل تقودنا إلى نفس النتيجة، وهو ضعف متزايد في نوعية القروض.

الجدول رقم (04): معايير إصدار القروض منخفضة الملاءة

السنوات	قروض ARM	قروض "الفائدة فقط"	القروض بوثائق غير كاملة أو بدون وثائق	مؤشر خدمة الدين بالنسبة للدخل
2001	73.0%	0.0%	28.5%	39.7
2002	80.0%	2.3%	38.6%	40.1
2003	80.1%	8.6%	42.8%	40.5
2004	89.4%	27.2%	45.2%	41.2
2005	93.3%	37.8%	50.7%	41.8
2006	91.3%	22.8%	50.8%	42.4

المصدر: Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p26

⁽¹⁾ Artus Patrick, Betbèze Jean-Paul, Christian De Boissieu et Gunther Capelle- Blanchard, (septembre 2008) : La crise des subprimes, **Rapport pour le Conseil d'analyse économique** (n° 6), La Documentation française : Paris, France, p 28

⁽²⁾ ARM : ajustable rate mortgage) قروض رهن عقاري بمعدل متغير.

⁽³⁾ وهو يتعلق بقرض لمدة 30 سنة بمعدل فائدة ثابت بالنسبة للسنتين الأولى والثانية، والمتبوعة بمعدل فائدة قابل للتعديل بالنسبة لـ 28 سنة اللاحقة.

⁽⁴⁾ بالفرنسية " intérêt seulement " والانجليزية " interest only "، وهي قروض حيث تكون المدفوعات الدورية للفوائد فقط، أما رأس المال يدفع مرة واحدة في نهاية القرض.

أخيرا من المدهش ملاحظة أن هذا الارتفاع في خطر القروض منخفضة الملاءة لم يترافق أبدا بارتفاع في معدل الفائدة مثلما أرادت فرضية الفعالية المالية. Michel Aglietta قد بين أن الفرق بين معدل الفائدة، والمسمى "spread"، بين قروض subprime لـ 30 سنة وسندات الحكومة لنفس المدة قد تراجع من 225 إلى 175 نقطة قاعدية، فيما بين سنتي 2001 و 2005⁽¹⁾. وأيضا الفرق في معدل الفائدة (spread) بين القروض prime و subprime قد تراجع بشكل كبير، خاصة بين سنتي 2001 و 2004، وهي المرحلة التي حدث خلالها نمو القروض الجديدة الأكثر سرعة.

كل هذه العوامل، تضخم الكمية، تدهور النوعية وانخفاض الفرق في معدل الفائدة، كونت ما يسمى "فقاعة القرض". وهذه الأخيرة تختلف عن الفقاعة المضاربة فيما يتعلق في أننا لا نلاحظ تطور تراكمي للأسعار. فبالنسبة للقروض، الإفراط لا يكون على مستوى الأسعار ولكن على مستوى الكمية المصدرة من القروض وعلى نوعيتها. ولهذا السبب يتم عادة استخدام مصطلح "ازدهار القروض" (boom du crédit). هذا لا يعني أن السعر لا يلعب أي دور، وإنما على العكس، هذا الإصدار المبالغ فيه للقروض ذات النوعية الرديئة من أهم أسبابه معدلات الفائدة الجذبة منخفضة بالمقارنة مع الأخطار. وبصيغة أخرى نلاحظ من جديد، وعلى مستوى سوق القروض عدم الفعالية المالية والمتمثلة في سوء تقدير خطر القرض⁽²⁾. فحسب هذه النظرية، من المفروض أن ارتفاع الأخطار يؤدي إلى ارتفاع الفرق في معدلات الفائدة على القروض المعنية، بحيث أن هذا الارتفاع يؤدي إلى تهدئة الطلب والحد من ارتفاع الكميات المصدرة. ولكن لم يكن الأمر كذلك، ومنه يمكن أن نقول أن آلية الأسعار لم تلعب دورها التنظيمي، بل هي نفسها التي دفعت إلى تدهور نوعية القروض⁽³⁾.

⁽¹⁾ Aglietta Michel, (février 2008) : Comprendre la crise du crédit structuré, **La Lettre du CEPII** (n° 275), Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales : Paris, France, pp 1- 4

⁽²⁾ يمكن أن نبين أن سوء تقدير الخطر يتزايد كلما تراجعت نوعية القروض، ومنه هناك تطور قريب من التطور الخاص بالفقاعات المضاربة التقليدية، ووجود سوء تقدير الخطر يكفي لجعل سوق القروض بدون فعالية.

⁽³⁾ Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, pp 25-27

المطلب الثاني: مراحل الأزمة

1. مرحلة الصعود

إن الفقاعة العقارية تمثل ثروة ضخمة يتم خلقها بشكل مفاجئ، فهي توفر فرص ربح استثنائية للمؤسسات المالية، حيث بمنحهم القروض فإنهم يريدون الحصول على جزء من هذه الثروة الجديدة من خلال الفوائد. لكن وفي نفس الوقت فإن هذا التمويل الإضافي الذي يسمحون به يدفع حركة الأسعار نحو الارتفاع.

ومنه فإن عمليتي شراء العقار والقرض العقاري مرتبطتين ببعضهما البعض، فالفقاعة تنتج عن الحركة المترابطة بين المشتريين والمقرضين، وذلك لأن مصالح هؤلاء متقاربة جدا، حيث يتمنى الاثنان استمرار ارتفاع أسعار العقار، وهو المتغير الأساسي. ولفهم ذلك يكفي ملاحظة قرض الرهن العقاري، بما أنه مضمون بالسلعة العقارية نفسها، فقرض الرهن العقاري يسمح برؤية طبيعته المضاربة، بمعنى أن نوعية القرض هي تابعة وبشكل ضيق، ليس لخصائص المقرض، وإنما لاستمرار حركة ارتفاع الأسعار. حيث يمكن لأسرة ذات دخل ضعيف أن تكون مقرض مقبول إذا كان من المتوقع أن الأسعار ستستمر في الارتفاع. وبالمقابل فإن انخفاض أسعار العقار تعرض المقرضين والمقرضين للخطر مهما كانت خصائصهم.

هذه العلاقة الموجودة بين السعر ونوعية القرض تلعب دور أساسي في استمرار الفقاعة. فأسعار العقار ذات الارتفاع المستمر تشجع على نمو القروض نحو القطاع العقاري، وتخفض من مخاطر الإفلاس. ومنه فإن ارتفاع أسعار العقار لديه تأثير على سوق القرض يشبه ذلك التأثير على السوق العقاري: بدلا من أن يضعف آلية المضاربة فإنه يشجعها.

هذه هي العقلانية السائدة في مرحلة الصعود: تحقق القروض مردودية جيدة طالما أن الأسعار في ارتفاع، وهو ما يمثل دافع قوي لكي يستمر المقرضون في منح القروض. وهو ما يعكس أول مثال عن التقليد الخاص بالسوق المالي، أي القيام بمثل ما يقوم به الآخرون.

هذا التحليل يبين لنا أنه في مرحلة الصعود، عندما يستمر سعر العقار في الارتفاع، تنتج ثروة كبيرة تدعم وضعية المشتريين والمقرضين. ومنه سينتج أثر ميكانيكي: بالنسبة للمشتريين فإنهم يصبحون أكثر ثراء لأن قيمة رؤوس أموالهم ترتفع. أما بالنسبة للمقرضين فإن ذلك يؤدي إلى أكثرين: يصبحون أكثر ثراء نظرا للفوائد التي يحصلون عليها، ولكن أيضا وبشكل لا يقل أهمية، لأن خطر عدم تعثر المدينين ينخفض، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها.

وهذا الانتعاش يسود كل الاقتصاد إذا التحق متعاملين جدد وبعدد كاف بهذه الديناميكية، على أمل أن الأسعار سوف تستمر في الارتفاع، ومنه فإن الصعود سوف يستمر أكثر. مع العلم أن السياسة النقدية المتسامحة الموضوعة من قبل الخزينة الفدرالية إلى غاية 2004 قد شجعت هذا التطور،

وذلك بتزويد النظام المالي بالسيولة الرخيصة والمتوفرة، التي كان المتعاملين في حاجة إليها من أجل تمويل هذا الانتعاش. ومن جهة أخرى فإن هذا النمو في القروض وسوء تقدير الخطر لم تكن مقصورة على القطاع العقاري فحسب، ولكن عمت كل القطاعات (القروض الممنوحة لها). ومنه فقد تضخمت ميزانيات المؤسسات المقرضة، خاصة البنوك، والتي أصبحت ثلاث مرات أكثر أهمية ما بين 2001 و2007⁽¹⁾.

إن مرحلة الصعود التي سبقت أزمة قروض الرهن العقاري منخفضة الملاءة تشبه إلى حد كبير مرحلة الصعود التي سبقت الأزمات السابقة، حيث: إذا كان بإمكان أطراف النشاط الاقتصادي شراء أسهم (أو أي أصل مالي أو عقاري آخر)، عند توقع ارتفاع الأسعار، مع تمويل مشترياتهم بقروض مصرفية مضمونة بإيداع الأسهم، فإن الأسعار ترتفع في الحال، إذ أن القوة الشرائية المستخدمة في السوق قد خلقت من لاشيء، بواسطة الائتمان، دون أن يقابل ذلك أي ضغط لانخفاض الأسعار، وهذا الانخفاض لا بد أن يحدث لو لم يكن هناك خلق نقود. وكل من اشترى في مثل هذه الظروف سيشهد في الغد ارتفاع الأسعار، وهذا الارتفاع سيحقق توقعاته، ويحفزه إلى الاقتراض من جديد، لأجل الشراء من جديد، وبهذا فالارتفاع يجلب الارتفاع. وتتضاعف المكاسب على الورق، ويصبح المشتري ثريا أكثر فأكثر بسهولة أكبر فأكبر. والازدهار العام يحرض المصارف على المزيد من الإقراض، إذ أن مكاسبها تزداد كلما أقرضت. مثل هذا الارتفاع في الأسعار لا يقف في وجهه أي عائق، إذ يكفي اعتقاد الارتفاع، واستمرار الارتفاع، حتى ترتفع أسعار الأصول، وتبلغ مستويات لا سابق لها، ويشعر حائزو هذه الأصول بتزايد ثرائهم ولكن في الحقيقة، ما لم يبيعوا أصولهم التي في حيازتهم فإن الأرباح لا توجد إلا على الورق⁽²⁾.

2. مرحلة الهبوط (الأزمة)

عندما بدأت أسعار العقار في التراجع في أوائل 2007، وسبقها ارتفاع معدلات الفائدة، وجد المقترضون أنفسهم بين فكي كماشة، ولم يكن هناك مناص من التعثر والإفلاس. كانت النسبة الأكبر من المقترضين المتعثرين، 43% هم من فئة منخفضة الملاءة الذين اقترضوا بفائدة متغيرة. والتعثر بطبيعة الحال أدى إلى الحجز على المنازل المرهونة وعرضها للبيع، مما أدى إلى المزيد من هبوط الأسعار الذي بدوره أضر مقترضين آخرين بسبب عجزهم عن إعادة التمويل، وهو ما أدى بدوره إلى جولة أخرى من التعثر والحجز وهبوط الأسعار، حتى تفاقمَت الأزمة وتضاعفت آثارها⁽³⁾.

(1) Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, pp 28-31

(2) أليه موريس، المصدر سبق ذكره.

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص ص 35-36

في عالم تسوده الفعالية المالية، أين تتحدد في كل لحظة الأسعار التي تعكس القيمة الحقيقية للأصول. فان صدمة مثل أزمة الرهن العقاري أدت إلى انخفاض الأسعار بنفس نسبة صعود الأخطار تقريبا. في الواقع فان الأسعار تبقى أقل من القيمة الحقيقية. وهذه هي النقطة التي تم ملاحظتها: على عكس المنافسة في أسواق السلع العادية، فان المنافسة في الأسواق المالية تؤدي إلى تطورات مبالغ فيها للأسعار. مثلما لاحظنا ذلك في مرحلة الصعود. فإننا نلاحظ ذلك من جديد في مرحلة الهبوط خلال الأزمة، انهيار الأسعار الملاحظة كان أكبر بكثير مما يمكن أن تكون عليه القيم الحقيقية. حيث أن هذا الانهيار في الأسعار قد مس أيضا أصول كانت في الأصل غير معرضة لخطر الرهون العقارية، ولا لخطر العقار. وقد أدى ذلك إلى تشويه هيكل العلاقات، وذلك نتيجة البحث عن السيولة في وضعية يسودها القلق والخوف. حيث أن المتعاملين لإنقاذ أنفسهم يقبلون البيع بأسعار منخفضة جدا. فعلى سبيل المثال: في هذه الأزمة انهارت الأسعار المتعلقة بالشرائح العليا لـ CDO ذات التقييم AAA بـ 30 % من قيمتها .

ولكن لماذا التراجع الأسعار لا يخلق حركات شراء تأتي للاستفادة من المستويات المنخفضة للأسعار؟ دائما نفس السؤال ومنه دائما نفس الجواب: لأن انهيار أسعار الأصول يضعف وبقوة ثروة المشتريين المحتملين.

أولا لابد من التذكير أن انخفاض السعر يعني انهيار مهم في الثروة الذي يضعف بدوره وضعية كل المتعاملين الماليين. حيث أن عناصر مختلفة من أصولهم تتراجع قيمتها فجأة. هذا الضغط يمكن الشعور به وبشكل مباشر وأكثر قوة عندما تكون المحاسبة المعتمدة من قبل المتعاملين تتعلق بمبادئ القيمة الحقيقية (faire value). هذا الأمر لعب دور مهم في الأزمة الحالية. فبسبب تقييم الأصول وفقا لسعر السوق (mark to market)⁽¹⁾ فان تغيرات الأسعار تحولت آليا إلى خسائر مهمة لأن البنوك تقدر في كل لحظة أصولها بسعر السوق. فالبنوك كانت تحتفظ بالقروض في ميزانيتها إلى أجل تسديدها، وبصيغة أخرى عندما كانت القروض لا تخضع لقواعد السيولة، لم يكن أبدا من الضروري تقييمها بالقيمة الحقيقية، وهذا يعتبر فرق كبير. فالخسارة مخفية وتظهر في المستقبل على مستوى التدفقات النقدية المستقبلية. أما التقييم بسعر السوق، فانه يفرض أن يتم تقدير الخسائر طبقا لسعر السوق، ومنه فان هذه الخسائر ستتضاعف بشكل معتبر. لأنه كما رأينا فان انخفاض الأسعار يبالغ في حجم الخسائر. وكلما كان تدهور الأسعار كبير كلما كانت الخسائر أكبر. ومنه، فان الاعتماد على التقييم بسعر السوق يدعم قوى عدم الاستقرار، نحو

(1) Mark-to-market: هي طريقة تقييم الأصل بقيمته في السوق.

الارتفاع أو نحو الانخفاض: فهو يزيد من الثروة في مرحلة الصعود، ويعمق الصعوبات في مرحلة الأزمة⁽¹⁾.

فعلى سبيل المثال حسابات بنك انجلترا في أبريل 2008 تسمح بأخذ فكرة عن المبالغة في تقدير الخسائر الناتجة عبر التقييم بسعر السوق. حيث تم حساب الخسائر بعدة طرق، فالطريقة الأولى تقيس الخسائر المسجلة فعليا على هذه القروض في أبريل 2008، حيث قدرت بـ 30 مليار دولار. الطريقة الثانية تقدر نفس هذه الخسائر على مدة حياة هذه القروض العقارية انطلاقا من معدل عدم السداد مثلما يمكن أن نتوقعه اليوم، ومنه هناك تقدير لتدهور القروض انطلاقا من معطيات حقيقية، فقد توصل بنك انجلترا من خلال هذه الطريقة إلى خسائر قدرت بـ 170 مليار. وأخيرا، الطريقة الثالثة، تقيس تدهور هذه الأصول مع الأخذ بعين الاعتبار الأسعار السائدة في السوق، حيث توصل إلى خسائر قدرت بـ 380 مليار. وهي تعتبر ضعف التقدير المعتمد على القيمة الأساسية أو الحقيقية⁽²⁾.

اليوم يتركز الجدل الرئيسي على "التسجيل وفقا لقيمة السوق" أي الإفادة عن قيمة أصول المؤسسة المالية في ميزانياتها العمومية بالقيمة الحالية للسوق. حيث يلقي بعض المتعاملين في السوق المالية جميع مشاكلهم على المحاسبة وفقا للقيمة في السوق. فلو كان عليهم الإفادة على أن القروض التي لديهم بضمان رهن عقاري لن تسدد على الأرجح، لبدت حساباتهم أفضل. فجأة فقد دعاة أصولية السوق إيمانهم بعد أن كانوا يتحدثون عن فضائل "اكتشاف الأسعار" ومعجزات نظام التسعير في السوق. فعندما هوت أسعار القروض بضمان رهن عقاري والأدوات القائمة عليها، رأوا أنها ليست "الأسعار الحقيقية" وأنها لا تعكس القيمة الحقيقية، لم يثيروا مثل هذه المخاوف في أثناء الفقاعة بطبيعة الحال، لأن الأسعار المرتفعة في ذلك الوقت كانت تعني المكافآت المرتفعة وتتيح مزيدا من الإقراض. ولم يحاولوا بالطبع رد المكافآت التي حصلوا عليها عندما تبين أن الأرباح التي تبررها لم تكن سوى أرباح "مزيفة"⁽³⁾.

ومنه فإن قواعد القيمة الحقيقية قد كان رهان أساسي خلال الأزمة. إن اللجوء إلى التقييم بسعر السوق قد أدى إلى مضاعفة الخسائر مقارنة بنموذج mark to model⁽⁴⁾. إن إضعاف الميزانيات الناتج عن تقييم الأصول بسعر السوق قد وضع المؤسسات المالية في وضعية جد حرجية، خاصة

(1) Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, pp 82-84

(2) Banziger Hugo, (octobre 2008) : Définir un cadre adapté au fonctionnement des marchés de capitaux modernes- Les leçons de la crise récente, **Revue de la stabilité financière** (n° 12), p 13

(3) ستغليتر جوزيف، المصدر سبق ذكره، ص ص 101 - 102

(4) Mark to model: القيمة الصحيحة أو الحقيقية للأصل تحدد انطلاقا من نموذج تقييم يرتكز أساسا على حساب القيمة الحالية

لتدفقات الخزينة المتوقعة ... (Orléan André, idem, p103)

في مناخ الأزمة أين يكون اللجوء إلى السيولة صعب هيكليا. إن الفجوة بين الخسائر الفعلية والخسائر المقيمة بسعر السوق هي جد معتبرة، وهنا أصل المشكل. مواجهة المؤسسات المالية لهذه العوائق يكون عبر، من جهة الرفع من رؤوس الأموال الخاصة عندما كان ذلك ممكنا. ومن جهة أخرى، بيع هذه الأصول للتخفيض من رافعتها⁽¹⁾. هنا نلاحظ أن انخفاض الأسعار، لا يشجع على شراء هذه الأصول المقيمة بأقل من قيمتها، ولكن قد أدى إلى حركة بيع، تكون أقوى كلما انخفضت الأسعار أكثر. وهو أمر مماثل لما لاحظناه خلال مرحلة الصعود. ومنه نخلص إلى أنه في كل الحالات فإن الطلب يتجاوب بشكل ايجابي مع تغيرات الأسعار (بتغيران في نفس الاتجاه). وكنتيجة، عندما تنخفض أسعار الأصول المالية، فإن المؤسسات المالية تتعرض لصعوبات كبيرة يمكن أن تجبرها على بيع اضطراري لأصولها لمواجهة التزاماتها. وهو ما يسمى انكماش أو تراجع الميزانية⁽²⁾. ولكن المتعاملين الماليين لا يشترون أصل مالي يكون سعره أقل من قيمته الأساسية أو الحقيقية، وذلك لأن كل ما يهم على مستوى السوق، ليست القيمة الأساسية وإنما التطور المتوقع للسعر. في وضعية معينة عندما يكون السعر أقل من القيمة الحقيقية للأصل، حيث يتبع السعر اتجاه تراجع، ليس من المريح أن نكون مشترين. في هذه الظروف، وهي ظروف الأزمة، فإن المستثمر المسئول سيستمر في البيع حتى إذا كان الأصل أقل من قيمته. ونذكر هنا بحجة المرجعية الذاتية⁽³⁾: فما يهم هو التطور المتوقع لوجهة نظر السوق وليس القيمة الحقيقية للأصل (هذا إذا استطعنا تحديدها)⁽⁴⁾.

■ هشاشة النظام المصرفي

مثلا في كل الأزمات فإن القوة التي تضغط على النظام المالي والدافع على انكماش الميزانيات، هو الطلب على السيولة. فمن أجل مواجهة هذا الطلب تضطر المؤسسات البنكية والمالية إلى بيع أصولها والتقليص من ميزانيتها. وعبر هذه الوساطة نلاحظ مبدئيا عدم ثقة المستثمرين تجاه

(1) الرافعة (levier): استخدام الدين لأخذ وضعيات تتجاوز رؤوس الأموال الخاصة.

(2) انكماش الميزانية، déflation de bilan بالفرنسية أو deleveraging بالانجليزية: تعني تراجع رافعة البنوك التي يمكن معالجتها بطرق مختلفة (بيع الأصول، إعادة الرسملة recapitalisation، تقليل عرض القروض) ... (Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p103)

(3) التشابه بين مرحلة الصعود والأزمة طبقا للفرضية الأساسية، فما نراه خلال فترة الأزمة المالية هو نفس المنطق التراكمي للأسعار الذي ظهر خلال فترة الصعود، خلال مرحلة التفاؤل. التشابه بين هذين المرحلتين هو كبير جدا: من جهة سوء تقدير الخطر، ارتفاع الأسعار، سيولة متوفرة وارتفاع الرافعة. ومن الجهة الأخرى، المبالغة في تقدير الخطر، انخفاض الأسعار، نقص السيولة وانكماش الميزانيات. ونفس التفسير يسمح بفهم هذين التطورين، والمتمثل في عدم الاستقرار الخاص بمالية السوق. فهي لا تنتج قوى تذكر كما يحدث في أسواق السلع العادية، فالمنافسة المالية تدفع بالأسعار نحو قيم مبالغ فيها. وهذه هي نتيجة ما تم تسميته سابقا "المرجعية الذاتية" للأسواق المالية، والمتمثلة في كون المستثمرين لا يتصرفون تبعا "للقيم الحقيقية"، ولكن تبعا للتوقعات التي يكونونها حول التطور المستقبلي لوجهة نظر السوق. أكد أننا سوف نلاحظ في الأخير العودة إلى القيم الأساسية ولكن بعد أن ينتج السوق تغيرات كبيرة جدا... (Idem, pp 92-93)

(4) Idem, pp 85-86

المنتجات التي حكم عليها بأنها جد خطيرة أو تجاه البنوك المحكوم عليها أنها معرضة للخطر. تقليدياً، هذه الحاجة للسيولة أدت إلى أزمة بنكية عندما طلب المودعين تحويل ودائعهم إلى نقود. وهذا ما تم ملاحظته خلال الأزمة الكبرى لسنوات 1930⁽¹⁾.

نظرياً يقوم المصرف بتوليد السيولة من خلال إنشاء أصول مؤجلة مقابل ودائع حالة، وهو ما يعرف بوظيفة تحويل الآجال. ومع أهمية وظيفة السيولة في النشاط الاقتصادي إلا أن هذه الآلية تجعل النظام هشاً لدرجة كبيرة، لأنه لا يمكن لجميع المودعين ممارسة السحب في أوقات متقاربة. فالسيولة تتحقق للفرد أو القلة وليس للمجموع أو الكثرة⁽²⁾. ولذلك تنطبق على هذا النظام ما يسمى "مغالطة التعميم"، حيث ما يمكن حصوله للفرد يمتنع حصوله للمجموع، وهو ما يؤدي إلى نشوء ما يسمى بـ "المخاطر النظامية" التي تهدد النظام الاقتصادي بأكمله.

ولذلك تصبح المصارف معرضة لما يسمى خطر التدافع حيث يحرص كل مودع على استئقاذ وديعته قبل الآخرين. ولكن نظراً إلى أن المصرف لا يملك من النقد الحاضر ما يفي بالودائع، فانه يواجه الإفلاس إذا لم يتم إنقاذ المصرف وضخ السيولة اللازمة.

وفي ظل هذا النظام يصبح مجرد تخوف المودعين من احتمال إفلاس المصرف يدفعهم لسحب الودائع، وهو ما يؤدي إلى إفلاس المصرف فعلاً. فتصبح التوقعات كافية في تحقيق نفسها بنفسها دون وجود أسباب موضوعية توجب ذلك. وهذا هو مصدر هشاشة النظام، بحيث أي هزة في ثقة العملاء تصبح خطراً على النظام بأكمله.

ولهذا السبب نشأت عبر التاريخ منظومة كبيرة من التشريعات والأجهزة التنظيمية والرقابية على المصارف، مثل البنك المركزي والتأمين على الودائع، لحماية النظام المصرفي وضخ السيولة اللازمة لمنع من خطر التدافع. وبالرغم من ذلك فإن الأزمات المصرفية لا تزال مستمرة، ولا يزال القطاع المصرفي هشاً بسبب طبيعة تركيبة الأصول والالتزامات⁽³⁾.

3. الأزمة المالية لتصحيح الاختلالات المتراكمة خلال مرحلة الصعود

إن التقلبات الاقتصادية استجابة طبيعية للتغيرات في النشاط الاقتصادي. فعندما يرتفع مستوى الإنفاق يستجيب الإنتاج بما يرفع مستوى الدخل. ولكن عندما يتم التوسع في الإنفاق من خلال الاقتراض غير المنضبط، فإن ذلك يؤدي إلى تجاوز نمو الطلب لحدود النمو في الدخل، ومن ثمة تراكم المديونية بأكثر مما يمكن الوفاء به. ونظراً لأن هذا الوضع غير قابل للاستمرار، فلا بد من تصحيح الخلل، وهو ما يؤدي إلى الهبوط والانكماش.

⁽¹⁾Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p 93

⁽²⁾ مثلما هو الحال في تناقض السيولة في المالية المباشرة، حيث لا يمكن أن يكون عدد مشتري الأسهم أكبر من عدد البائعين.

⁽³⁾ السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 59-60

كما أن الأرباح في حالة صعود الأسواق تميل إلى أن تتركز لدى نسبة محدودة من المستثمرين. وكلما استمرت الأسواق في الصعود كلما ازداد تركيز الثروة. ولكن هذا الاتجاه يجفف الثروة من أيدي الجمهور مما يتعذر معه استمرار الطلب الذي يوجه السوق، ومن ثمة تتجه الأسواق للهبوط. فالتقلبات الاقتصادية فرصة لتصحيح الاختلالات التي تتراكم أثناء مراحل الصعود، لكي تعود السوق بعد ذلك مجددا نحو الازدهار. ولذا فإن محاولة التصحيح أو منعه من الوقوع، من خلال أدوات السياسة النقدية السائدة، لا تؤدي إلا إلى استفحال المشكلة، لأنها تسمح بتراكم المزيد من الاختلالات، فيكون التصحيح حينئذ أكثر فداحة وأشد كلفة على الاقتصاد.

ولبالغ الأسف فإن سياسة البنوك المركزية في الغرب، خاصة الاحتياطي الفدرالي، كانت تسير على هذا المنوال لنحو عقدين من الزمن. فالكارثة التي شهدتها الدول الصناعية المتطورة هي نتيجة لسياسات تأخير التصحيح الذي كان يتطلبه الاقتصاد على مدى سنوات عديدة. فالأنظمة التي تزعم أنها تحترم الأسواق لم تكن في حقيقة الأمر تحترمها بما يكفي لتجعلها تصحح نفسها بنفسها، بل بقيت تحفز الأسواق بضخ كميات هائلة من النقد، حتى أصبح الاقتصاد أشبه ما يكون بعداء يصر مدربه على أن يستمر في الجري دون توقف، ولذلك بقي يجرعه من المنشطات والمنبهات حتى أصيب بالانهيار.

إن هذه السياسة من قبل الحكومات الغربية يصدق عليها أنها "خصخصة للأرباح وتعميم للخسائر". فهذا النظام لا هو رأسمالي حقيقة ولا هو اشتراكي حقيقة، بل هو رأسمالي حال الرخاء وصعود الأسواق، واشتراكي حال الهبوط والكساد. فقد جمع أسوأ ما في النظامين وترك أفضل ما فيهما.

فالكارثة جاءت لتصحيح الاختلالات التي تراكمت في مرحلة الصعود. وعليه فمحاولة منع هذا التصحيح لا تنتهي إلى الإخفاق فحسب، بل إنها تضر الاقتصاد أكثر مما تنفعه، وذلك من عدة جوانب:

1. أنها تشجع مظاهر الاختلال على الاستمرار والنمو، وتعطي المجازفين والبنوك الكبيرة عمليا ضمانا ضد المخاطر التي تتحملها، حتى صار مصطلح "اختيار جرينسبان للبيع Greenspan put" شائعا في الأسواق المالية. واختيار البيع هو حق مالك الأصل في بيعه على الطرف المقابل بالسعر المتفق عليه سلفا، وهو أداة من أدوات ضمان قيمة الأصل للبائع مهما تقلبت أسعار السوق. فكأن Greenspan، المحافظ السابق للاحتياطي الفدرالي الأمريكي، أصدر تعهدا بشراء الأصول من هذه البنوك مهما تقلبت أوضاع السوق، ولذلك لم تكن تبالي بحجم

المخاطر التي تتعرض لها. وهذا هو ما يعرف بالخطر الأخلاقي، حيث يؤدي ضمان المخاطر إلى التعرض للمزيد منها وتحمل المزيد من الديون، ويصبح احتمال الانهيار أكثر من ذي قبل (1).
2. وبناء على ذلك تتضخم المؤسسات المالية إلى الحد الذي تصبح فيه "أكبر من أن تنهار"، بحيث يخشى المسؤولون أن انهيارها يؤدي إلى انهيار النظام المالي بأكمله. وهو ما يعطي هذه المؤسسات ضمانا إضافيا بالإنقاذ من قبل الحكومة والسلطة النقدية، لتكون النتيجة المزيد من المخاطر والمزيد من التهديد للنظام العام. أصبحت جميع المصارف الأمريكية الكبرى أكبر من أن تنهار. كما أنها عرفت أنها أكبر من أن تنهار، وبالتالي ركبت المخاطر كما توقعت النظرية الاقتصادية منها أن تفعل. ونتج عن ذلك حافز غير صحي: تمتلك المصارف الكبيرة ميزة تنافسية على الآخرين لا تستند إلى قوة اقتصادية حقيقية وإنما إلى التثوهات الناجمة عن الضمان الحكومي الضمني. وثمة خطر بمرور الوقت من تزايد تشوه القطاع المالي فليس الحجم وحده هو المهم، وإنما ترابط المؤسسات فيما بينها، فلقد ساد خوف من أن فشل مؤسسة صغيرة نسبيا (مثل بير ستيرنز) يمكن أن يؤدي إلى تأثيرات متعاقبة لأن النظام المالي متشابك جدا. وتتمتع المؤسسات الأكثر تشابكا من أن تحل بالأفضلية التنافسية نفسها التي تتمتع بها المؤسسات الأكبر من أن تنهار (ولعل المشتقات أو الأدوات المالية المشتقة من ابتكارات النظام المالي التي أدت إلى جعل المؤسسات شديدة التشابك) (2).

3. أنها تزيد باضطراب كمية النقد في الأسواق المالية. هذه الزيادة المضطربة تنتهي إلى التضخم إما في الأصول، وهو ما يعني نشوء فقاعات جديدة في أسواق أخرى، أو في أسواق السلع التي يستهلكها الجمهور. وهذا هو ما حدث، فان فقاعة الإنترنت ما كادت تنفجر في 2000 حتى بدأت فقاعة العقار، وقبل أن تنتهي في 2007 نشأت فقاعة السلع وتضاعفت أسعار النفط والغذاء. وهكذا. ففي كل مرة تتدخل الحكومة أو البنك المركزي لإنقاذ السوق من الانهيار فهي تهيأ الظروف وتبذر البذور لفقاعة جديدة، غالبا أشد خطرا وأسوأ ضررا على الاقتصاد (3).

في الواقع وفي لعبة المضاربة لكي يكون هناك مضاربين ومدخرين رابحين لابد أن يكون هناك مضاربين ومدخرين خاسرين، وهذا يعني أن الأزمات المالية ليس لديها تأثير على السيولة الدولية فالمبلغ الذي ربحه البعض يساوي المبلغ الذي خسره الآخرين. ونرى أيضا أن كل تدخل من قبل الدول لمساعدة المنظمات المالية التي خسرت في لعبة المضاربة هو خطأ، لأنها من ناحية ستشجع على المضاربة، ومن ناحية أخرى فإنها تساهم في التحضير لأزمات مالية جديدة. كما أن

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص ص 73 - 74

(2) ستغليتز جوزيف، المصدر سبق ذكره، ص ص 210 - 215

(3) السويلم، المصدر نفسه، ص 74

المنظمات المالية التي قامت بالمضاربة قد اتخذت أوضاع خطيرة ومنه يجب عليها أن تتحمل نتيجة ذلك، وأي تدخل من قبل الدولة لمساعدتها سيشجع أكثر على سلوكهم الغير نزيه ويعمل على تشريعه. إضافة إلى أنه ليست هناك أي حاجة إلى سيولة دولية والتي وجودها يعتبر دليل على انحراف سير النظام النقدي والمالي الحالي⁽¹⁾. وكان الواجب أن تنهج السياسة الاقتصادية من البداية منهج الحد من المديونية ومن ثمة الحد من احتمالات نشوء الفقاعات التي تهدد النظام المالي. وبالحد من المديونية يمكن تحقيق استقرار النظام واستقرار الأسعار معا.

⁽¹⁾ Sadigh Elie, La financiarisation – capital contre travail, op.cit, pp 99-102

المطلب الثالث: قنوات انتقال الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي وتطوراتها

1. قنوات انتقال الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي

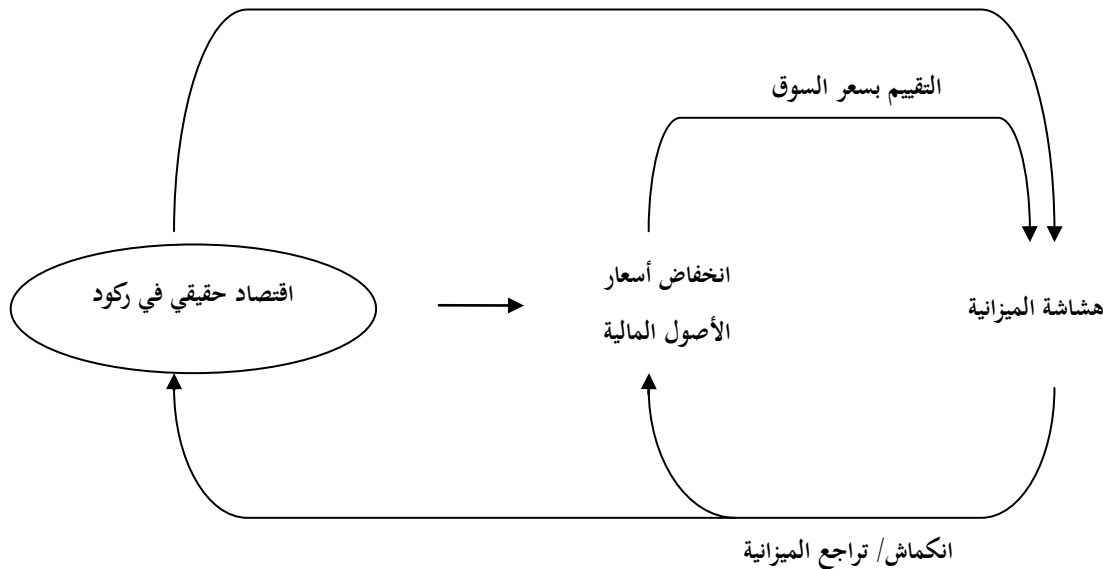
في الواقع الحركات المالية تؤثر بقوة على الاقتصاد الحقيقي وهذا الأخير يؤثر بدوره على النظام المالي. ومنه فإن قنوات التأثير عبر القطاع الحقيقي تتمثل في:

1.1. أثر الثروة

عندما يرتفع سعر بعض الأصول (عقار، أسهم) فإن مالكي هذه الأصول سوف يعرفون ارتفاع في قيمة ثروتهم. في حين أن الاستهلاك هو تابع وبقوة للدخل الدائم، أي للقيمة الحالية لهذه الثروة. ومنه فإن ارتفاع الاستهلاك سيكون ناتج عن زيادة قيمة هذه الأصول الثابتة والمنقولة. والعكس صحيح، في حالة انخفاض أسعار هذه الأصول، فإن أثر الثروة سيكون سلبي ومنه فإن الأعوان الاقتصاديين سيقفلون من استهلاكهم ⁽¹⁾. من جهة تراجع أسعار الأصول يؤدي إلى تراجع في ثروة الأسر والعكس، فمن سبتمبر 2007 إلى سبتمبر 2008 قدر هذا التراجع في ثروة الأسر الأمريكية بـ 11.1%، حيث تراجعت قيمة أصولهم بـ 7100 مليار دولار لأول مرة. هذه القناة للتأثير لديها أثر رجعي على الاقتصاد الحقيقي، ركود الاقتصاد الحقيقي، وهذا الركود يؤثر بدوره على القطاع المالي: تراجع الأرباح يضغط على أسعار الأصول نحو الانخفاض وارتفاع القروض المشكوك فيها يعمق بدوره هشاشة ميزانيات البنوك ⁽²⁾.

الشكل رقم (17): الاندماج بين القطاعين المالي والحقيقي خلال أزمة 2008

قروض مشكوك في تحصيلها



المصدر: Orléan André, De l'euphorie à la panique - penser la crise financière, op.cit, p 90

⁽¹⁾ Trémoulinas Alexis, (2010) : Comprendre la crise, Bréal : Paris, France, p 50

⁽²⁾ Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, p 90

من جهة أخرى فإن استهلاك الأسر الأمريكية يتم عبر الاقتراض، حسب الآلية التالية: كل ارتفاع في قيمة السلعة المشتراة بقرض يسمح بالحصول على قروض إضافية لأن مبلغ القرض الممنوح يتعلق بقيمة السلعة المشتراة وليس بدخل المقترض. ومنه فإن تراجع قيمة السلع يؤدي إذا إلى أثر ثروة إضافي، وذلك بالحد من قدرة الأسر الأمريكية على الاقتراض⁽¹⁾.

2.1. تراجع القروض

إن الأزمة البنكية قد أدت إلى توقف التمويل الجديد، وهو ما يسمى أزمة ائتمان (crédit crunch)، والتي تعني تراجع أو تقلص القروض. أثناء انكماش الميزانية (ميزانية المؤسسات المالية) وركود الاقتصاد الحقيقي، يتم المساس بقطاعات جديدة. بهذه الطريقة، فإن التراجع يمتد تدريجيا إلى أصناف أخرى من الأصول مع مرور الوقت. ويمكن أن نحددها بـ Heat Map، الخريطة المقترحة من قبل FMI⁽²⁾. فالأزمة مست أولا القروض العقارية منخفضة الملاءة (Subprimes) في مارس 2007، ثم في جويلية وأوت 2007 مست الأسواق النقدية، تليها العقار التجاري والمؤسسات المالية، ثم في بداية 2008 مست العقار مرتفع الملاءة (l'immobilier prime) والقروض الموجهة للمؤسسات، أخيرا في سبتمبر 2008، كانت الاقتصاديات الناشئة هي آخر المتأثرين. في هذا التاريخ، كل الأصول باستثناء الاقتراض العمومي كانت قيمتها متجهة نحو الانخفاض، وهو ما يبين مدى انتشار الأزمة، والتي هي نتيجة مباشرة للاندماج الدولي للأسواق المالية⁽³⁾.

إن القروض الجديدة أصبحت نادرة وأكثر تكلفة ومنه فإن المدينين يتحملون ارتفاع في تكلفة التمويل. رغم انخفاض معدلات الفائدة الرئيسية المطبقة من قبل البنوك المركزية، فإن معدلات الفائدة على السندات الخاصة بقيت مرتفعة. فقط المؤسسات ذات التنقيط الجيد استفادت من تحسن شروط التمويل (4.3% كمعدل فائدة في السداسي الأول من سنة 2009). بالمقابل المؤسسات الأقل تنقيط (BBB من قبل Moody's) وجدت صعوبة في إصدار سندات بـ 10% كمردود، في حين أن معدل الفائدة الرئيسي لبنك المركزي الأوروبي (BCE) قد انخفض من 4.25% (في أكتوبر 2008) إلى 1.25% (أفريل 2009). إن التباطؤ الكبير في تعديل السوق ما بين البنوك، يدعم البنوك في إستراتيجيتها لتصعيب اللجوء إلى القروض، ففي السداسي الثاني من سنة

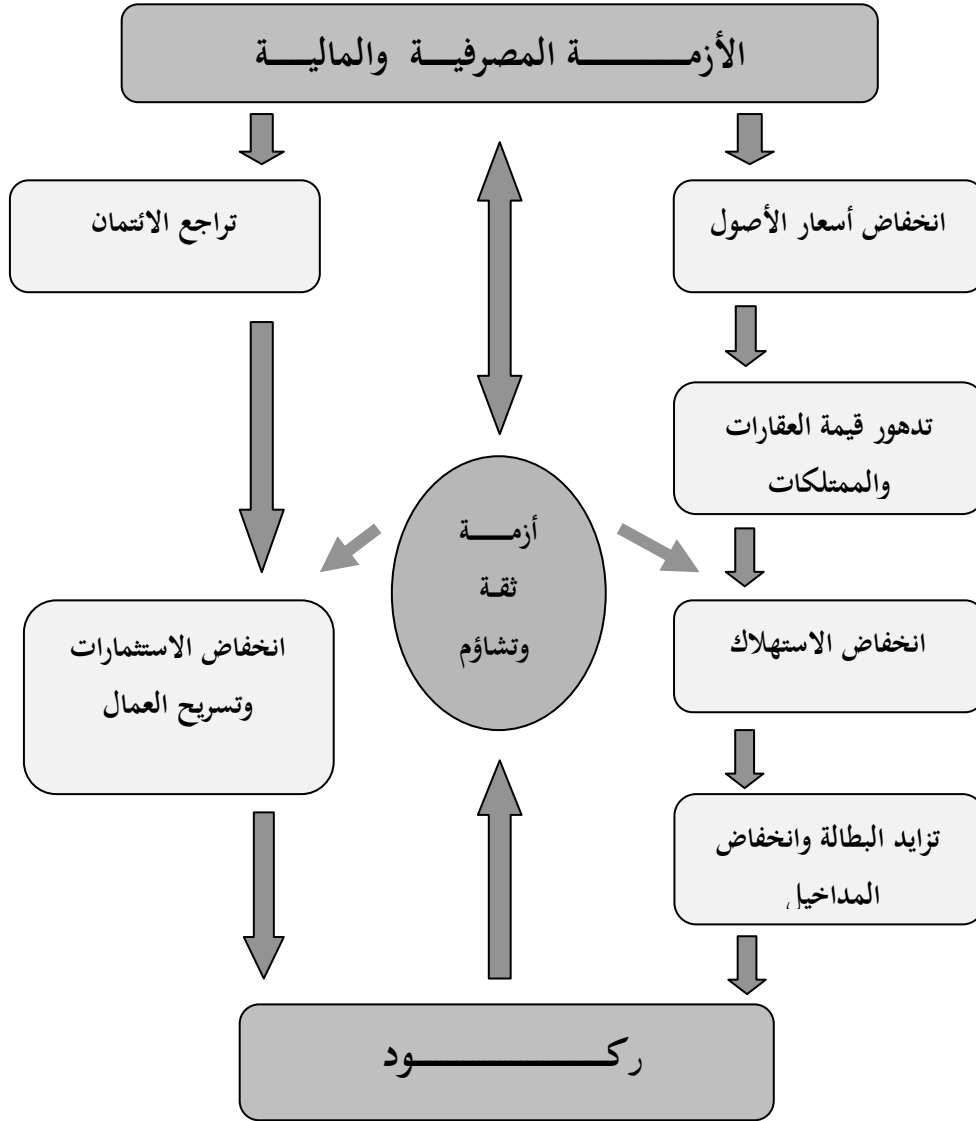
(1) Trémoulinas Alexis, op.cit, p 51

(2) IMF, (October 2008) : Global Financial Stability Report, Available on: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>, retrieved : 24/10/2013, p3

(3) Orléan André, De l'euphorie à la panique – penser la crise financière, op.cit, pp 90-91

2008 كانت 65% من البنوك الأوروبية و 80% من البنوك الأمريكية قد صعبت من شروط اللجوء نحو القرض⁽¹⁾.

الشكل رقم (18): تحول الأزمة المصرفية والمالية إلى أزمة ركود



المصدر: Lelong Patrick, Montel-Dumont Olivia, Couderc Nicolas , (2009) : Des subprimes à la récession- Comprendre la crise, La Documentation française : Paris, France, p 34.

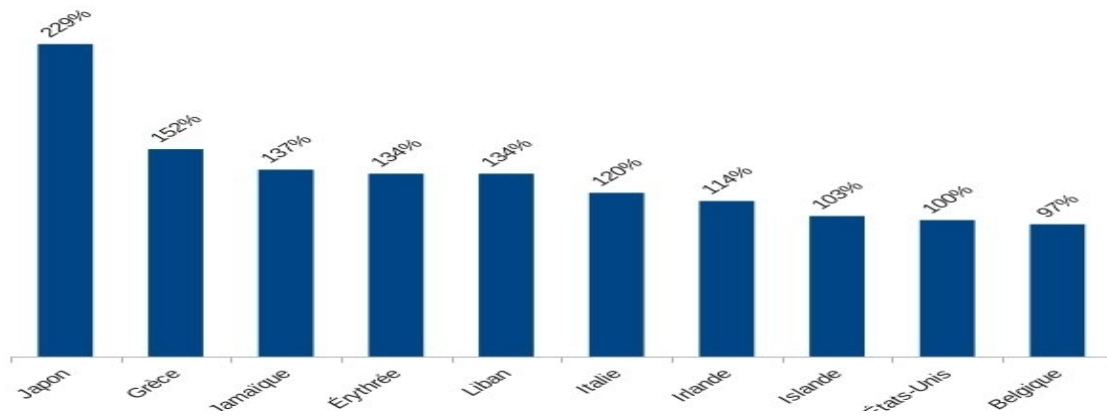
⁽¹⁾ Trémoulinas Alexis, op.cit, p 54

2. تطور أزمة الرهن العقاري إلى أزمة الديون السيادية

ارتفعت نسبة الدين السيادي ⁽¹⁾ لكثير من الدول الأوروبية إلى ما يقارب حجم الناتج المحلي الإجمالي. حيث كان من الطبيعي أن تستدين الحكومات في النظام الاقتصادي الرأسمالي لتمويل الاستثمار والإنفاق العام. ومنذ الكساد الكبير في عشرينيات القرن الماضي والحكومات تقترض محليا ومن الخارج عبر إصدار سندات دين لتمويل المشروعات العامة. ومع نمو الاقتصاد وزيادة العائدات العامة من الضرائب والرسوم تتمكن الحكومات من تسديد ديونها، وتقليل العجز في الميزانية. لكن الدين السيادي يصبح مشكلة حين تزيد نسبته من الناتج المحلي الإجمالي عن النصف، كما يبينه الشكل التالي، ويبدو عجز الميزانية في ازدياد ودون أفق لتحسن عائدات الدولة. وهذا ما حدث في العقود الثلاثة الأخيرة، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، إذ أن الحكومات توسعت في الاقتراض ولم تعبأ كثيرا بمستويات الدين السيادي الخطرة مع توقع استمرار التحسن الاقتصادي. ومع الأزمة المالية التي ضربت العالم عام 2008، انفجرت فقاعة مالية هائلة هزت أسس الاقتصاد الرأسمالي ككل.

الشكل رقم (19): 10 دول الأكثر استدانة في العالم

(الديون السيادية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي نهاية 2011)



المصدر : Budget de l'Etat Japonais, disponible sur le lien :

https://fr.wikipedia.org/wiki/Budget_de_l%27%C3%89tat_japonais, consulté le :10/09/2015

⁽¹⁾ الديون السيادية هي الديون المترتبة على الحكومات ذات السيادة، وتتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات، وعندما تقوم الحكومات بإصدار سندات فإنها تسلك سبيلين؛ إما طرح سندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين، وفي هذه الحالة يسمى الدين ديناً حكومياً. أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، والتي غالبا ما تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو. إن نوع العملة المصدر بها السندات السيادية للدولة يعد في غاية الأهمية، فالسندات المصدرة بعملة الدولة تتخفف درجة المخاطر المحيطة بها إلى حد كبير، حيث يمكن للدولة في حالة مواجهة أزمة في خدمة تلك الديون أن تصدر المزيد من عملتها المحلية وتتجنب مخاطر إعلان التعثر، بعكس الحال بالنسبة للسندات المصدرة بعملة أجنبية، حيث أن توقف الدولة عن خدمة هذه الديون سيؤدي إعلان إفلاسها بصورة رسمية، ولهذا السبب تتمتع الولايات المتحدة بميزة مهمة مقارنة بباقي دول العالم، حيث إن دينها العام بجميع أشكاله وباختلاف مالكيته مصدر بالكامل بالدولار الأمريكي.

ويرى كثير من المحللين أن السبب في تحول الديون السيادية إلى أزمة تهدد بدخول العالم في ركود اقتصادي ثاني هو الأزمة المالية السابقة وطريقة تعامل الحكومات معها، وتحمل تبعات تلك الأزمة للقطاعات العريضة من الناس لصالح الشركات الاحتكارية الكبرى، وفي نفس الوقت عدم الشجاعة في مواجهة تلك الوقائع. وبالتالي ما حدث كان محاولة للترميم والترقيع في اقتصاديات قائمة على فقاعات في حقيقة الأمر.⁽¹⁾

ويمكن حصر الأسباب فيما يلي:

- محاولات الدول إنقاذ المؤسسات المالية الوطنية المتضررة من الأزمة المالية، الأمر الذي أدى إلى تحويل الديون الخاصة لدى المؤسسات المالية إلى دين عام على الدول.
- برامج التحفيز المالي التي طبقتها دول العالم المختلفة للحيلولة دون انتشار الكساد ومحاولة الخروج منه على نحو سريع.
- تراجع الإيرادات العامة للدول نتيجة انخفاض مستويات الدخل وضعف مستويات النشاط الاقتصادي. فرغم أن المصارف قد حصلت على الدعم إلا أنها أحجمت عن الإقراض وبالتالي أصبح الاقتصاد مكشوفاً ولا يحصل الناس على التمويل لتجارتهم ونشاطهم الاقتصادي. ووجدت الحكومات نفسها لا تستطيع زيادة الضرائب كي لا يزيد الانكماش الاقتصادي، أي أنها لا يمكنها زيادة عوائدها لسداد القروض وليس هناك في الأفق ما يبشر بإمكانية الحصول على أموال لخدمة ديونها.
- انخفاض معدلات الفائدة في ظل مناخ الأزمة، وهو ما أغرى الدول المدينة على الإفراط في اقتراض ما تحتاج إليه بمعدلات فائدة متدنية، على الأقل في المراحل الأولى للأزمة⁽²⁾.

⁽¹⁾ أحمد مصطفى، أزمة الديون السيادية هيكلية أكثر منها مالية، على الموقع الإلكتروني: <http://www.bbc.co.uk>، تم الاطلاع على

المقال في: 2012/06/17

⁽²⁾ السقا محمد إبراهيم، أزمة الديون السيادية الأوروبية تزداد عمقا، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع:

http://www.aleqt.com/2011/03/04/article_511039.html ، تم الاطلاع على المقال في: 2012 /08/20

خلاصة الفصل الثاني

لقد برهن نمط التمويل التقليدي على عدم فعاليته في القيام بوظيفته الأساسية، والمتمثلة في تجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات الحقيقية المنتجة للثروة، لا من خلال التمويل البنكي المبني على الفائدة ولا عبر التمويل المباشر الذي تسيطر عليه المضاربات العقيمة التي تمول غالبا بقروض بنكية والتي تأججت بفعل الابتكارات المالية الحديثة كتقنية التوريق والمشتقات المالية، وهو ما أدى إلى تبذير الموارد والثروات المحققة عبر الإنتاج، مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الاقتصادي الحقيقي وتوجيهها نحو المضاربات العقيمة ومرة بانفجار الفقاعات المالية وحدثت أزمات مالية وما ينجم عنها من ضياع للثروة.

لقد انحرفت المالية التقليدية عن الوضع الطبيعي لها، فبدلاً أن يكون التمويل خادماً للنشاط الاقتصادي أصبح النشاط الاقتصادي خادماً للتمويل، وهو ما أدى ببعض الاقتصاديين في الغرب بوصفها بالمالية بالطفيلية. و تنامي الفجوة بين القطاعين المالي والحقيقي يلقي بآثاره السلبية على الاقتصاد وعلى المجتمع ككل، وهذا الوضع المختل لا يمكن الاستمرار فيه، لذلك لا تكاد الدول الرأسمالية المتطورة تخرج من أزمة مالية حتى تدخل في أزمة أخرى كان أهمها أزمة قروض الرهن العقاري في 2008 . ورغم تكرارية الأزمات فقد تعذر على الدول الكبرى التي تتبنى هذا النظام المالي، تقاديرها أو التحكم في مدى انتشار عدواها على المستوى العالمي. ومنه أصبحت المجتمعات الغربية المنتجة لهذا النظام هي أول من ينادي بضرورة تصحيح انحرافات نمط التمويل التقليدي. واتضح للجميع أنه من الصعب الخروج من الدائرة المفرغة بتطبيق حلول رأسمالية، ومنه هل أن الأوان للبحث عن نظام مالي بديل يحقق الفعالية والاستقرار الماليين؟ ومنه هل يمكن أن يكون نمط التمويل الإسلامي هو البديل؟ وهذا ما سنحاول معرفته من خلال الفصل الثالث.

الفصل الثالث: التمويل الإسلامي والاقتصاد الحقيقي

مقدمة الفصل الثالث

لقد أثبت النظام المالي التقليدي وبشكل ضارب عدم فعاليته في أداء وظائفه والمتمثلة في تجميع الادخار وتوجيهه بشكل فعال نحو القطاع الحقيقي، بالإضافة إلى التقليل من مخاطر هذا القطاع عبر تنظيم سوق لتبادل الأخطار. ولكن ما يحدث اليوم في الأسواق المالية العالمية هو العكس تماماً، فقد أصبح القطاع الحقيقي خادماً للقطاع المالي، إضافة إلى تحول هذا الأخير إلى مصدر دائم لعدم الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، عبر حدوث أزمات تتكرر بشكل دوري مع تفاوت حدتها. وعليه كان لا بد من البحث عن بديل حيث اتجهت الأنظار بقوة، من داخل وخارج الدول المتبنية لهذا النظام، إلى نمط التمويل الإسلامي. ومنه كيف يمكن للتمويل الإسلامي أن يحقق الفعالية والاستقرار الماليين التي لم يستطع التمويل التقليدي تحقيقها؟

إن نمط التمويل الإسلامي يركز على نظام أخلاقي يتعارض مع مبدأ المردودية السهلة والمحددة مسبقاً للنقود (الربا)، أو طلب النقود بدافع المقامرة (الغرر)، لأنها نشاطات لا تولد أي قيمة مضافة التي تعتبر المصدر الحقيقي للثروة. فالنقود وسيلة وليست غاية ومنه لا يمكن أن تكون في حد ذاتها منتجة، أي لا يمكن جمع المال بالمال، حيث تضع الشريعة الإسلامية نموذج تمويل ينظم التدفقات المالية ويجعلها مرتبطة بالنشاط الإنتاجي الحقيقي وخادمة له، وهذا هو الوضع الطبيعي الذي يحقق الرفاه الاقتصادي والاجتماعي.

إن نظرية التمويل الإسلامي لا يمكن أن تكتمل إلا بدراسة النشاط الغير الربحي وعلاقته بالتمويل، فالالاقتصاد الإسلامي نظام يحقق التوازن بين النشاط الربحي والنشاط غير الربحي، ومن المتعذر فهم التمويل الإسلامي على حقيقته دون إدراك أهمية هذا التوازن في النشاط الاقتصادي وذلك من خلال احتواء الأزمات الاقتصادية والمالية والدورات المرتبطة.

وإذا كان كذلك فانه من غير الممكن في الاقتصاد الإسلامي الفصل بين الاقتصاد والتمويل. فالتمويل في النظام الاقتصادي الإسلامي لا ينفك عن النشاط الاقتصادي الحقيقي، ولا يمكن دراسة نظرية التمويل الإسلامي إلا في إطار ينتظم الأمرين. وعليه سيتم تقسيم الفصل إلى ثلاثة أجزاء:

- المبحث الأول: ارتباط التمويل الإسلامي الربحي بالاقتصاد الحقيقي.
- المبحث الثاني: ضبط نمو المديونية من خلال أصول المعاملات المالية المحرمة.
- المبحث الثالث: دور التمويل الإسلامي غير الربحي في دعم واستقرار الاقتصاد الحقيقي.

المبحث الأول: ارتباط التمويل الإسلامي الربحي بالاقتصاد الحقيقي

المطلب الأول: ماهية التمويل الإسلامي الربحي وقواعده

1. ماهية التمويل الإسلامي الربحي

هو تقديم سلع أو خدمات أو وسائل دفع مع تأجيل البذل المقابل، أو بدون بدل أصلاً. ونلاحظ أن التمويل هو علاقة تبنى على تمكين شخص - أو وحدة اقتصادية - من استعمال موارد شخص آخر، إما بدون مقابل أو مع تأجيل المقابل. ويكون التمويل لأهداف إنتاجية ومثاله تمويل شراء الآلات، أو لأهداف استهلاكية. كما يمكن أن يكون الممول ممن يقصد الربح بعمله فيكون التمويل استراتيجياً، أو ممن يقصد التبرع المحض والمساعدة الإنسانية، فيكون التمويل تبرعياً. أما التمويل الإسلامي "الربحي" فهو نوع من التمويل، أو على الأصح أسلوب تمويل، يستند إلى قاعدة فقهية معروفة ومهمة، وهي أن الربح يستحق في الشريعة الإسلامية بالملك أو بالعمل. فالكلام عن التمويل الاستراتيجي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمبدأ استحقاق الربح بالملك⁽¹⁾، أي أن التمويل الإسلامي هو تمويل يعتمد على الملك أساس للربح. وهذه القاعدة بسيطة وأساسية بقدر أهميتها واشتغالها. وتقضي أن من ملك شيئاً استحق أية زيادات تحصل في ذلك الشيء. فلو ملك إنسان إبلاً أو غنماً فسمنت وكبرت وتوالدت، فإن جميع تلك الزيادات تكون للمالك حقاً من حقوقه نتيجة لملكه للأصول والأمهات. ومثل ذلك لو اشترى تاجر سلعة بثمن ثم باعها بثمن أعلى، فإن الزيادة التي حصلت عنده في كمية النقود التي لديه هي أيضاً ملك محض له⁽²⁾.

2. قواعد التمويل الإسلامي الربحي

1.2. التملك

وجود حق الملكية على شيء يمنح المالك حق الملكية على جميع الزيادات المتولدة في ذلك الشيء، سواء أكانت هذه الزيادات قد حصلت بعوامل طبيعية، أم بفعل المالك واجتهاده، أم بعوامل العرض والطلب في السوق. كما أن المالك هو أيضاً الذي يتحمل جميع ما يطرأ على الشيء المملوك من خسائر ومخاطر، فلو هلك الإبل أو بارت الأرض أو نقص سعر السلعة في السوق، فإن كل ذلك على المالك، لأن ذلك نقص في ملكه، لا يسأل عنه غيره إلا إذا كان الغير متسبباً أو معتدياً في ذلك. وهو ما يعرف في الفقه بقاعدة "الغنم بالغرم"، فإن ما يحتمل الزيادة يحتمل النقص

(1) استحقاق الربح بالعمل يعني أن عنصر العمل يمكن أن يدخل النشاط الاقتصادي على أساس الربح. فالتاجر الذي يملك خبرة بالعمل التجاري يمكن أن يدخل السوق بدون مال، ويعمل بمال غيره على طريقة تقاسم الربح بنسبة يتفقان عليها. ولا يهمنا هذا الموضوع هنا لأن التمويل المصرفي يعتمد على مال مملوك، فيكون الاسترباح فيه بالملك لا بالعمل.

(2) منظر قحف وغسان محمود إبراهيم، (2000): الاقتصاد الإسلامي علم أم وهم؟، الطبعة 01، دار الفكر: دمشق، سوريا، ص ص

أيضا. ويعبر الفقهاء أحيانا على هذا المعنى بكلمة الضمان فيقولون "من ملك شيئا كان عليه ضمانه". بمعنى أنه يتحمل جميع ما يتعرض له هذا الشيء من مخاطر.

2.2. الواقعية

هي ربط ما يحصل عليه المالك بوجود زيادة حقيقية في الشيء المملوك. فلو وجدت زيادة حقيقية استحق المالك زيادة فيما يملك، وإن لم توجد زيادة أو وجد نقص لم يستحق شيئا أو نقص عليه ماله المملوك له.

معنى ذلك أن استحقاق الربح في التمويل الإسلامي يدور دائما مع ما يحصل فعلا على أرض الواقع. فلو استثمر شخص ماله مع شخص آخر فليس له الحق إلا بجزء من الربح الفعلي، وليس له أن يفترض حدوث ربح فيأخذ مقدارا ثابتا أو نسبة من رأس المال دون النظر إلى واقع الأمر، على حقيقته وبساطته وفطرته. وبمعنى آخر فإن التمويل الإسلامي لا يقبل أية افتراضات أو أي تنظير حول الربح. بل وينظر مباشرة إلى الربح الفعلي، فيقسمه بين المالك والمستثمر، ولا يقبل أن يقسم ربحا افتراضيا، أو أن يفترض ربحا للممول سواء أخسر المشروع أم ربح.

3.2. تمويل السلع والخدمات (القطاع الحقيقي)

في التمويل الإسلامي الذي يقصد فيه الممول الربح، لا بد أن تمر كل عملية تمويلية من خلال السلع والخدمات، سواء في إنتاجها كما في التمويل بالمشاركة والمضاربة⁽¹⁾، الذي هو تمويل لمشروعات إنتاجية بطبيعته، ومنه تقاسم الأرباح، أم في تداولها - السلع والخدمات - كما في التمويل بالبيع والايحارات.

ولهذه القاعدة أهمية كبيرة لأنها تعني عدم السماح بالتمويل النقدي المحض، بما في ذلك تداول الديون أو القيم والأصول النقدية بين المصارف والمؤسسات المالية. وهي تشكل مقدارا كبيرا من التمويل العالمي اليوم. يضاف إلى ذلك أن حصر التمويل بالإنتاج والتداول الحقيقي يجعل حجم التمويل مرتبطا بطبيعته بحجم الحاجات التمويلية الحقيقية، دون إحداث أي تراكمات نقدية تتجاوز حاجات الإنتاج والتداول الفعلي. وبالتالي فإن الأسواق المالية، وهي معروفة بكثرة وسرعة التغيرات فيها، ستكون أكثر استقرارا، لأن التمويل فيها يقتصر على تمويل الإنتاج الحقيقي دون التسارع اللاهث وراء تغيرات أسعار الفائدة⁽²⁾.

(1) المضاربة أو القراض هي صيغة من صيغ التمويل في الفقه الإسلامي وبالتالي هو مفهوم يختلف عن المضاربة بمعنى المقامرة أو المجازفة، وسيتم التطرق لهذه الصيغة من التمويل الإسلامي بشيء من التفصيل لاحقا.

(2) منذر قحف وغسان محمود إبراهيم، المصدر سبق ذكره، ص ص 168 - 171

المطلب الثاني: توجيه التمويل الإسلامي الربحي نحو الاقتصاد الحقيقي

إذا كانت الشريعة الإسلامية تشترط لاستحقاق الربح بالتمويل ضرورة تملك المال الذي تحصل فيه/منه الزيادة، فإن ذلك يحدد أشكال التمويل الإسلامي الربحي ⁽¹⁾ في الصيغ التي وردت في فقه المعاملات وفيما يمكن أن يتم تطويرها منها وعلى أساسها. هناك ثلاثة أصول أو مبادئ عامة للتمويل الإسلامي وهي: المشاركات، البيوع والايحارات.

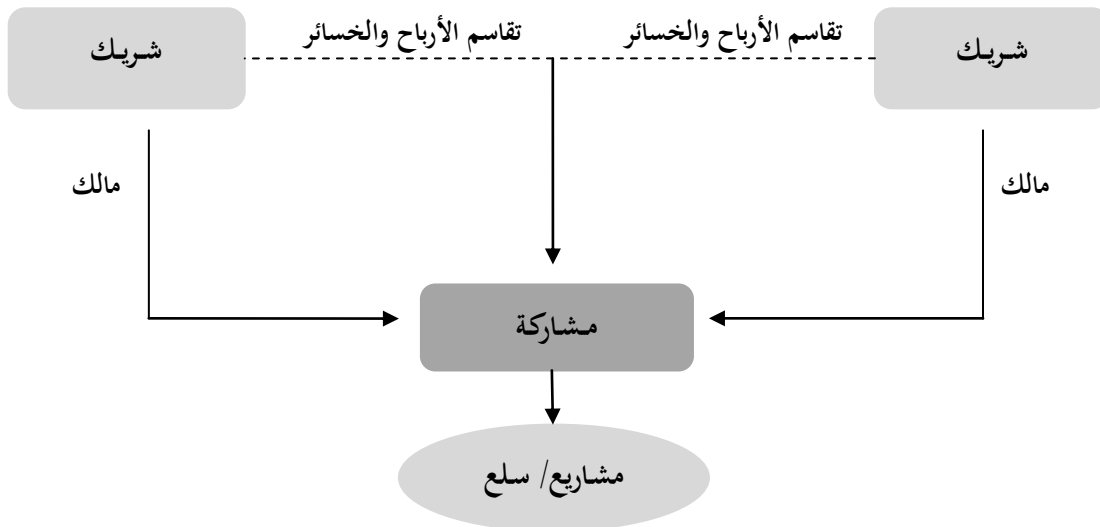
1. التمويل بالمشاركات

مبدأ المشاركة قديم ومعروف وهو يتضمن بشكله التعاقدى اشتراك عدد من الأشخاص في مشروع بقصد الربح. ويكون ذلك بخلط أموالهم وجهودهم معا في الشركة. والتطبيق التمويلي لهذا المبدأ يتخذ عدة أشكال هي: المشاركة، المضاربة، حصص الإنتاج والمشاركة المنتهية بالتمليك.

1.1. المشاركة التمويلية

تكون بأن يقدم الممول مبلغ التمويل إلى الشخص الآخر، في مؤسسته أو شركته مثلا، لمدة معينة متفق عليها ويقتسمان في آخرها نتائج المشروع من ربح بحسب ما اتفقا عليه أو خسارة. ويكون توزيعها بحسب رأس المال فقط. ويمكن جعل حصة من الربح للإدارة أو للشريك المدير بحيث تزيد حصته في الربح عن نسبة مساهمته في رأس المال. أما الخسارة فباعتبارها نقصا في المال لا يمكن توزيعها إلا بحسب توزيع حصص رأس المال. والمشاركة تتحدد عادة بزمان معين تتم التصفية في آخره.

الشكل رقم (20): المشاركة التمويلية



المصدر: www.native-capital.com, consulté le : 16/06/2013

⁽¹⁾ سنقتصر على أشكال التمويل الربحي، وهو الذي يقصد منه الممول الربح، أما التمويل التبرعي فهو موجود عند المسلمين وغيرهم، ويشمل القرض الذي لا زيادة فيه ولا منفعة للمقرض سوى الأجر من الله تعالى للمسلم، أو السمعة وحسن العشرة لغيره. وكذلك الهبة والوصية والوقف وسائر التبرعات.

وتستعمل المشاركة التمويلية في تمويل رأس المال الثابت وتمويل رأس المال العامل بحسب مدتها والهدف التمويلي المقصود منها. ويحصل فيها دائماً تقييم للمؤسسة بتاريخ بدء المشاركة التمويلية، وتعتبر قيمة ذلك التقييم هي حصة المتمول، أو المستفيد من التمويل. ويقابل ذلك مبلغ التمويل الذي يقدمه المصرف الإسلامي مثلاً.

وتسمح طبيعة الشركة التعاقدية للشريك الممول بالتدخل في الإدارة والاطلاع على جميع أعمالها، والمشاركة في اتخاذ القرار، والجلوس في مجلس الإدارة. كل ذلك يمكن من الرقابة الفعالة التي تساعد في حماية التمويل ومتابعة المتمول لأحوال الشركة، بحيث يمكن استعمال هذه السلطة عند الحاجة إليها⁽¹⁾.

2.1. المضاربة

تعني المضاربة أن يدفع رب المال مالا إلى المضارب (أي التاجر أو الصانع أو العامل) ليتجر فيه. ويكون الربح مشتركا بينهما حسب الاتفاق، على أن تكون الخسارة على رأس المال فقط. إلا إذا ثبت التعدي (سوء الأمانة) أو التقصير من جانب المضارب. يعتبر التمويل بالمضاربة من أفضل صيغ الاستثمار لأنه ينطوي على تكامل أهم عنصرين من عناصر الإنتاج، رأس المال والعمل، وبما يحقق مصلحة طرفي التعاقد⁽²⁾.

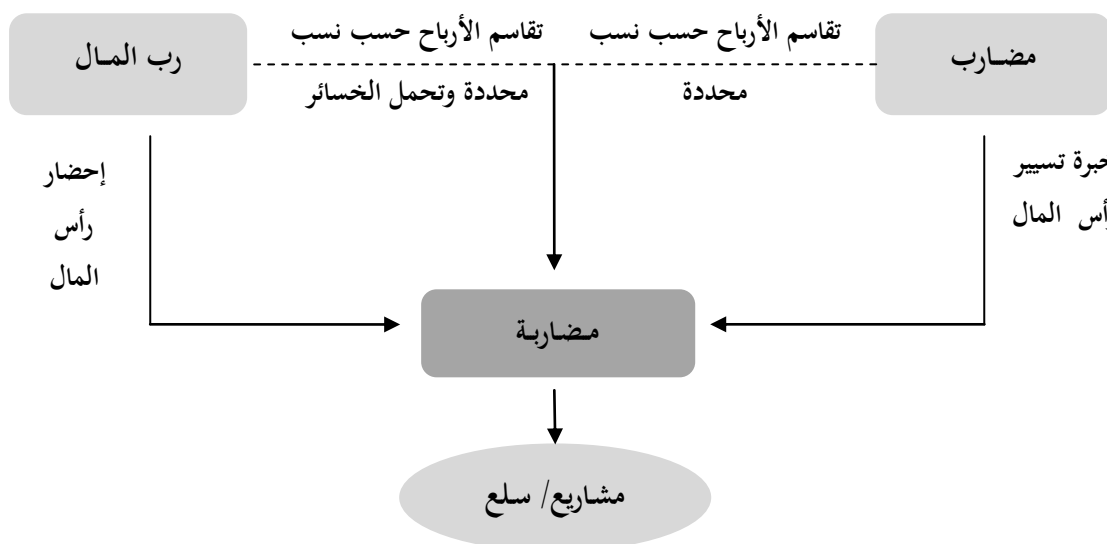
ومنه فإن المضاربة هي عملية تمويلية محضة. وهي تقديم مال من طرف إلى آخر دون الحق في المساهمة في الإدارة. وفيما عدا ذلك فإنها مثل الشركة من حيث توزيع الربح حسب الاتفاق وتحمل الخسارة من قبل صاحب المال.

وقد توسع الفكر المعاصر في مسألتين كان لهما تأثير كبير على قيام المصارف الإسلامية. أولى هاتين المسألتين هي إمكان خلط أموال أرباب المال المتعدين مع بعضها في الاستثمار. وثانيتهما هي السماح بخلط مال المضارب مع مال أصحاب الأموال في المضاربة وقد مكن هذا التوسع البنوك الإسلامية من قبول الودائع الاستثمارية على أساس المضاربة، وتكوين حوض أو صندوق استثماري يتألف من أموال الودائع الاستثمارية وجزء من أموال المصرف نفسه.

(1) منذر قحف وغسان محمود إبراهيم، المصدر سبق ذكره، ص ص 174 - 175

(2) ربحان بكر، (2010): صيغ التمويل والعمليات المصرفية الإسلامية - عينة من الصيغ المهمة للتمويل الإسلامي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 18 (العدد 03)، ص 4

الشكل رقم (21): صيغة المضاربة



المصدر : op.cit, www.native-capital.com

لقد نجحت فكرة المضاربة في جانب تعبئة الموارد المالية في المصارف الإسلامية نجاحاً باهراً، بسبب توفر الثقة الكبيرة في المصرف الإسلامي الذي يعود إلى دقة الشكل المؤسسي للمصرف وخضوعه لرقابة شرعية وحكومية صارمة. واستطاعت المصارف الإسلامية استعمال المضاربة كصيغة مثلى في تجميع الموارد المالية من صغار المدخرين وكبارهم، وتعبئتها من أجل الاستثمارات المشروعة المتعددة. أما على جانب الاستثمارات، أي استعمال الأموال، فقد واجهت المصارف الإسلامية صعوبات في استعمال الأموال، ناتجة عن صعوبة بناء الثقة الكاملة في المستثمرين من تجار وصناع. ولعل من أهم أسباب ذلك الضعف السائد في التنظيم الإداري للشركات والمؤسسات في بلدان العالم الثالث، ومنها البلدان الإسلامية، يضاف إلى ذلك شيوع المؤسسات الفردية والعائلية، وقلة الرقابة المالية والمحاسبية عليها، وعدم توفر مؤسسات تقييم مناسبة تعين على التعرف الدقيق على أحوال الشركات والمؤسسات، يضاف إلى ذلك قلة الوازع الديني والضمير الأخلاقي، مما يوقع في احتمالات عدم الصدق في التقارير المالية وغير ذلك. إلا أن هذه الصعوبات لم تحل دون قيام المصارف الإسلامية باستعمال صيغ تمويلية أخرى في تمويلها للصناعة والتجارة وسائر الأنشطة الاقتصادية⁽¹⁾.

3.1. التمويل بحصص الإنتاج

يملك الممول فيه الأصول الثابتة للمشروع، ويقدمها للمستثمر الذي يقوم باستثمارها، ويتوزعان العائدات الإجمالية أو الإنتاج نفسه فيما بينهما بالنسبة المتفق عليها. وهو أسلوب تمويلي

⁽¹⁾ منذر قحف وغسان محمود إبراهيم، المصدر سبق ذكره، ص ص 175 - 176

مبني على أساس المزارعة التي يقدم فيها شخص الأرض ويقدم الآخر العمل وسائر مدخلات الإنتاج من بذور وأسمدة وغير ذلك، ويتقاسمان الإنتاج نفسه أو ثمن بيعه. وتصلح هذه الطريقة لتمويل أنواع من المشروعات الكبيرة التي تحتاج إلى استثمارات ضخمة في الأصول الثابتة مقابل رأس مال عامل صغير. مثال ذلك مشاريع الكهرباء وتصفية البترول وإنشاء الطرق والجسور الخاضعة لأجرة عبور، خاصة إذا تم تمويلها من قبل الجمهور عن طريق إصدار شهادات ملكية بمساهمة أصحابها في المشروع. وتكون لأصحاب هذه الشهادات حصة من الإيرادات الإجمالية للمشروع دون الدخول في تفاصيل حسابات النتائج والأرباح والخسائر. ويسمى هذا النوع من التمويل بالتمويل على أساس المشاركة في الإنتاج.

4.1. المشاركة المنتهية بالتملك

فهي شكل من الشركة يرافقه وعد من الشريك الممول ببيع حصته (بصورة تدريجية) إلى الشريك الآخر. وتصلح هذه الصيغة التمويلية في حالة رغبة الشريك في الاستئثار بالمشروع لنفسه بعد فترة من الزمن. مثال ذلك تمويل شراء سيارات الأجرة حيث يرغب السائق أن يستقل بملكيتها بعد فترة زمنية قصيرة ومثل ذلك التمويل العقاري للسكن، أو للتأجير للغير.

2. التمويل بالبيع

يقوم التمويل بالبيع على شراء سلعة من قبل المصرف الإسلامي ثم بيعها للطرف الذي يحتاجها مع الدفع الآجل. فيكون التمويل لمدة بيع الآجل لأن المصرف الإسلامي يدفع ثمن السلعة نقدا عند شرائها.

أما المبرر الشرعي والعقلي للربح التمويلي في التمويل بالبيع فهو أيضا الملك، لأن المصرف عند شرائه للسلعة يملك السلعة وبذلك له الحق ببيعها بسعر حاضر أو آجل يزيد أو ينقص عن ثمن أو كلفة الشراء. فالناس أحرار في عقودهم وبيعهم وسلطتهم كاملة على أموالهم. يضاف إلى ذلك أن الشريعة الإسلامية لا تنكر أبدا أهمية عنصر الزمن في تثمين السلع والخدمات، فالبائع يفضل الدفع عند البيع على الدفع الآجل.

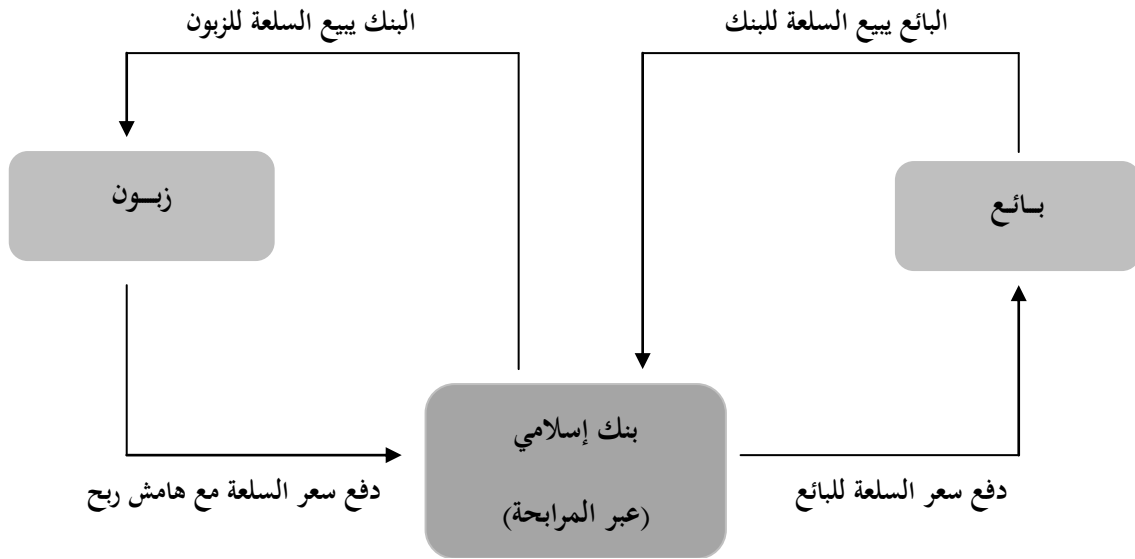
ويتخذ التمويل بالبيع عدة أشكال أهمها ثلاثة هي: بيع المرابحة للأمر بالشراء، بيع السلم وبيع الاستصناع.

1.2. بيع المرابحة للأمر بالشراء

يطلب الزبون من المصرف الإسلامي شراء سلعة من مورد (شخص ثالث) بسعر حال (أي نقدا) ويعدده أن يشتريها منه بثمن آجل يربح فيه المصرف مبلغا أو نسبة يتفقان عليها. وبعد شراء السلعة

من قبل المصرف الإسلامي واستلامها يعقدان بينهما بيعا جديدا بثمن يتضمن ربحا للمصرف ويدفع في وقت آجل⁽¹⁾.

الشكل رقم (22): بيع المربحة للآمر بالشراء



المصدر: op.cit : www.native-capital.com

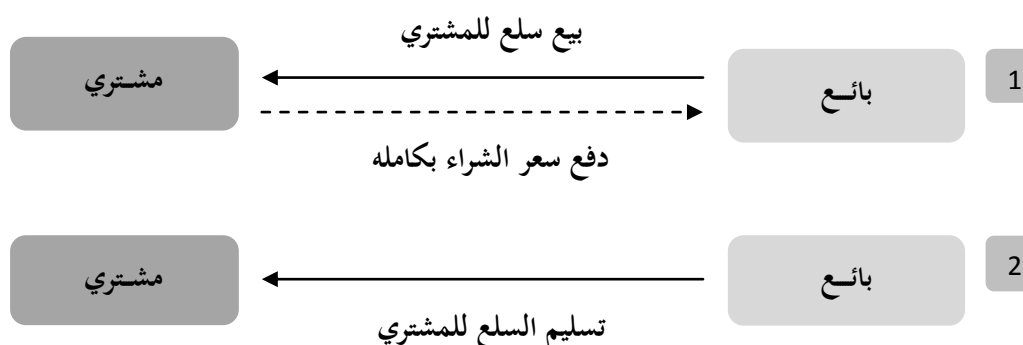
2.2. بيع السلم

هو بيع آجل بعاجل، أو بيع شيء موصوف في الذمة. بمعنى أنه بيع يؤجل فيه تسليم السلعة ويعجل فيه تسليم الثمن⁽²⁾. فهو تمويل من المشتري للبائع، وتكون السلعة فيه موصوفة بكل تفاصيلها مع تحديد موعد التسليم ومكانه. ويستعمل السلم في المصارف الإسلامية لتمويل المزارعين، خاصة عندما تلتزم الدولة أو شركة حفظ الفواكه أو صناعة السكر مثلاً بشراء المحصول عند حصاده وجنيه. فيمول المصرف الإسلامي المزارع بالشراء منه سلماً ثم يقوم ببيع السلع المشتراة بعد استلامها من البائع ويكسب فارق الثمنين.

⁽¹⁾ منذر قحف وغسان محمود إبراهيم، المصدر سبق ذكره، ص ص 177 - 179

⁽²⁾ ريجان بكر، المصدر سبق ذكره، ص 5

الشكل رقم (23): بيع السلم



المصدر : <http://www.institut-numerique.org/ii1-les-produits-de-financement-participatif-5266b925e6e65>, consulté le : 23/10/2013

ويستعمل عقد السلم أيضا على طريقة السلم والسلم الموازي. حيث يشتري المصرف الإسلامي كمية من سلعة موصوفة بتسليم مستقبلي، ثم يقوم بعد ذلك ببيع كمية مماثلة من نفس السلعة الموصوفة أيضا وبنفس موعد التسليم. ويكون ربحه هو فارق السعر بين وقت الشراء ووقت البيع⁽¹⁾.

3.2. بيع الاستصناع

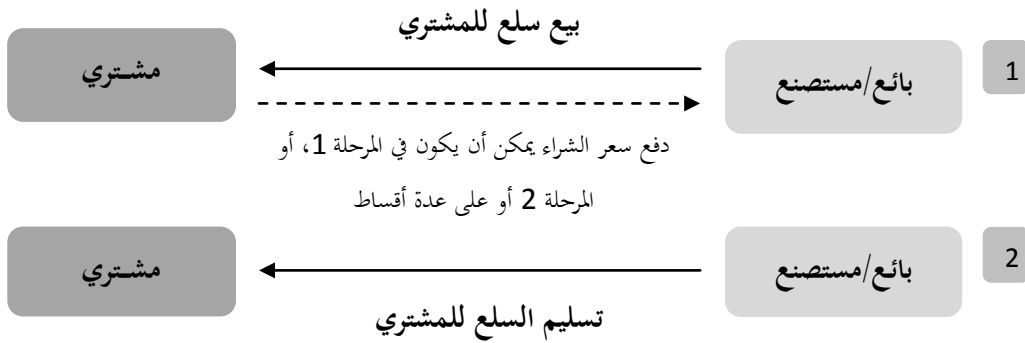
يتمثل في طلب صنعة محددة الجنس والصفات. على أن تكون الموارد من عند الصانع، مقابل مبلغ معين عند التسليم أو عند أجل معين ويقبل الصانع بذلك⁽²⁾. فهو يشبه بيع السلم ولكنه يرتبط بالمواد المصنوعة، سواء أكانت منمطة (أي متماثلة الوحدات)، أو غير منمطة كبناء دار أو آلة بأوصاف معينة. وفي عقد الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد. لذلك فهو يصلح لتمويل البائع إذا كان الدفع قبل التسليم، ولتمويل المشتري إذا كان الدفع بعد التسليم. ولا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه فعلا بصناعة السلعة التي التزم ببيعها وتسليمها في موعد مستقبلي. معنى ذلك أنه يستطيع أن يعهد بأمر صناعتها لشخص آخر بعقد استصناع آخر تذكر فيه نفس أوصاف السلعة وموعد تسليمها. الأمر الذي يمكن المصرف الإسلامي من اتخاذ أسلوب الاستصناع والاستصناع الموازي. فيكون المصرف مستصنعا في عقد مع زبونه ومستصنعا في عقد آخر مع الصانع الفعلي، ويكون كسبه هو الفرق بين الثمنين، وهو بذلك يستطيع أن يمول المشتري والبائع معا أو أي منهما⁽³⁾.

(1) منذر قحف وغسان محمود إبراهيم، المصدر سبق ذكره، ص ص 179 - 180

(2) ريجان بكر، المصدر سبق ذكره، ص 8

(3) منذر قحف وغسان محمود إبراهيم، المصدر سبق ذكره، ص 180

الشكل رقم (24): بيع الاستصناع

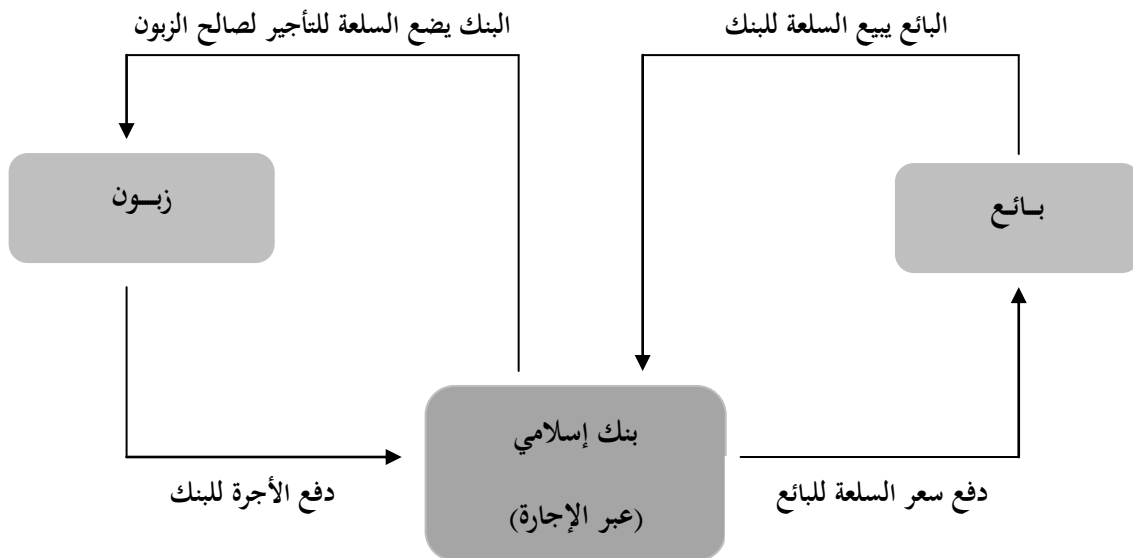


المصدر: Les produits de financement participatif, op.cit

3. التمويل بالإجارة

هو تملك منفعة بعوض⁽¹⁾. ويعتبر التمويل بالإجارة تمويلا من خارج الميزانية لأن المستأجر يستطيع استعمال الآلات، أو السيارات المستأجرة (أو غيرها) من الأصول المعمرة التي يحتاج إليها، دون أن يقوم بشرائها. وهو بذلك يتجنب أن يدخل ثمنها في ميزانيته ويجمد الأموال الطائلة لذلك. وهذا ما جعل الإقبال على الإجارة كثيرا في معظم بلدان العالم اليوم. وتصلح الإجارة لتمويل جميع أنواع الأصول المعمرة للشركات والمؤسسات الإنتاجية، كما تصلح لتمويل المستهلك من أجل السكن وسائر العقارات وتمويل السلع الاستهلاكية المعمرة كالسيارات والثلاجات وغيرها.

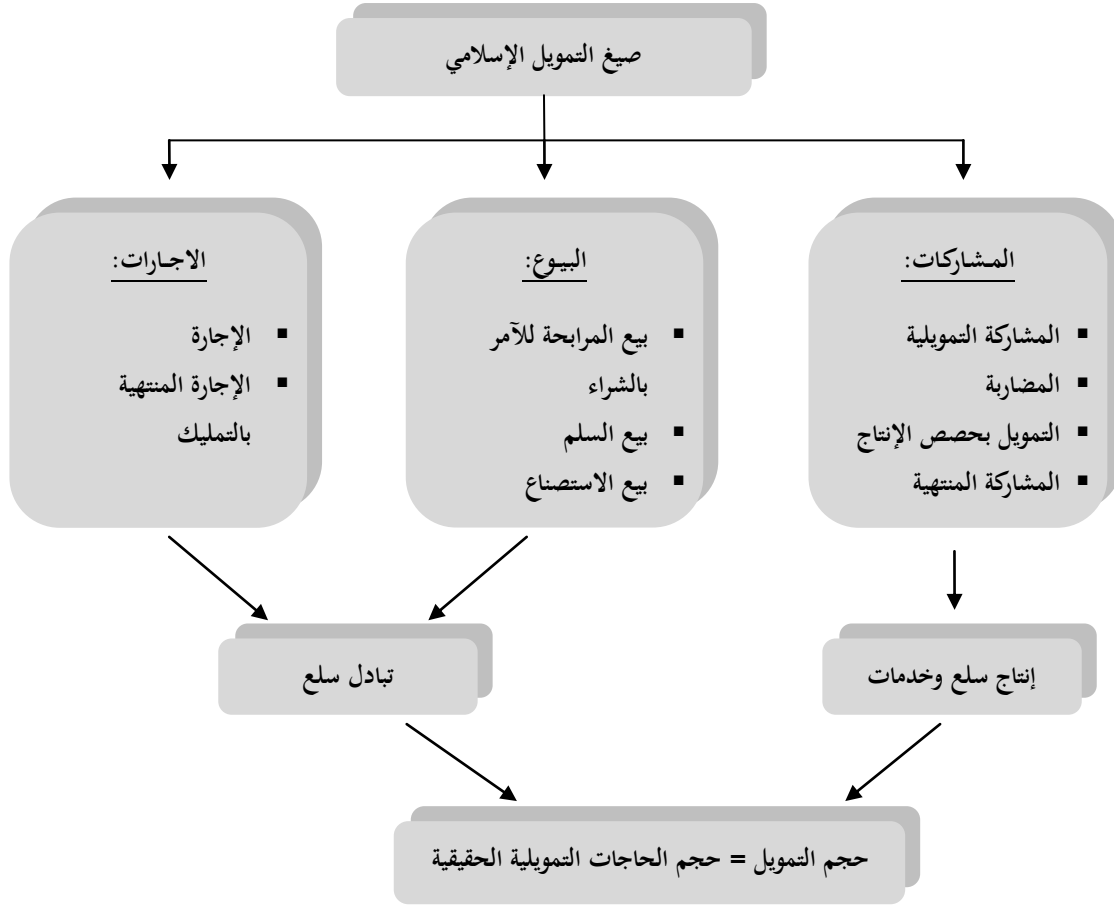
الشكل رقم (25): الإجارة

المصدر: www.native-capital.com, op.cit⁽¹⁾ ريجان بكر، المصدر سبق ذكره، ص9

والإجارة يمكن أن تكون لأجل قصير أو طويل حسب الحاجة. وكثيرا ما يستعمل عقد الإجارة على شكل الإجارة المنتهية بالتمليك، وهي عقد إجارة يتضمن وعدا من المؤجر للمستأجر بنقل الملكية له بعد قيامه بسداد ثمن الشيء المؤجر إضافة إلى الأجرة. وغالبا ما يتم سداد هذا الثمن على أقساط فيكون مقدار الأجرة متناقصا مع تزايد الحصة من الأصل الثابت التي يملكها المستأجر. ومع جميع هذه الخيارات في الصيغ التمويلية والبدائل المتعددة لها، فإن كل مصرف إسلامي وكل متمول يختار الصيغة التي تتناسب مع حاجاته والظروف الاقتصادية والمالية السائدة في بيئته. يضاف إلى ذلك أنه بالإمكان استنباط عدد من الصيغ التمويلية الأخرى من هذه المبادئ الثلاثة. فيمكن تطبيق نوع من المضاربة يقرب من الإجارة، ويقوم على تقديم الأصول الثابتة المعمرة على أساس المشاركة في نسبة من الإيراد الإجمالي للمشروع. وهذه صيغة تقع بين المضاربة والإجارة وهي مبنية قياسا على المزارعة التي هي شركة بين صاحب الأرض (الأصل الثابت) والمزارع الذي يقدم عمله وجهده. كما يمكن أيضا استئجار الإدارة بأجر معلوم لاستثمار الأموال بدلا من دخولها على أساس المضاربة بحصة من الأجرة. وبذلك يمكن إقامة صناديق استثمار تكون فيها الإدارة مستأجرة بأجرة تساوي مثلا 1% من مقدار الأموال المستثمرة في الصندوق⁽¹⁾. نلاحظ في جميع أنواع هذه العقود التمويلية المستنبطة من الفقه الإسلامي (فقه المعاملات) أنه لا بد من وجود مشروع إنتاجي ينتج سلع أو خدمات كما في المشاركة والمضاربة، أو وجود سلعة تنتقل من يد إلى أخرى كما في التمويل بالبيع والإجارة.

(1) منذر قحف وغسان محمود إبراهيم، المصدر سبق ذكره، ص ص 181 - 182

الشكل رقم (26): صيغ التمويل الإسلامي الربحي والاقتصاد الحقيقي



المصدر: من إعداد الباحثة

إن النمو الغير منصبط للمديونية خطر يهدد النشاط الاقتصادي. لكن هذا لا يعني أن المديونية يمكن الاستغناء عنها مطلقا، بل لابد من منهجية تسمح بمديونية منضبطة تخدم النشاط الاقتصادي لكن لا تكون سببا في تدميره. والتمويل الإسلامي هو المنهج الذي يحقق هذا التوازن، فصيغ التمويل الإسلامي (البيع الآجل، السلم، الإجارة ...) تسمح بإنشاء التزامات مالية وديون ربحية ولكن ضمن عملية حقيقية تسهم في توليد الثروة وفي تعزيز عجلة النمو الاقتصادي. لا يوجد في التمويل الإسلامي وسيلة لإنشاء ديون ربحية بمعزل عن تبادل السلع والخدمات، لأن هذا هو الربا المجمع على تحريمه. ومنفعة التبادل، أو القيمة المضافة، هي التي تجبر وتعوض هامش الأجل في هذه العقود. وهذه المنفعة هي ثمرة ومقصود التبادل والنشاط الاقتصادي عموما. ومن خلال هذه المنافع تنمو الثروة ويتحقق الرخاء الاقتصادي. أي أن التمويل الإسلامي يعالج المشكلة ابتداء من مرحلة إنشاء العقد ولا ينظر إلى حين استفحالها لبحث عن السياسة المناسبة لكبح جماح المديونية.

بالإضافة إلى ذلك فإن التشريع الإسلامي يشجع عموماً على تجنب الاستدانة قدر الإمكان. ولهذا وردت نصوص عديدة عن النبي صلى الله عليه وسلم تشدد وتحذر من الدين وتبعاته الاقتصادية. ولذا كان التمويل من خلال المشاركة مفضلاً على غيره من أنماط التمويل في الشريعة الإسلامية. ويعمل العلماء ذلك بأن المشاركات مبنية على العدل المحض، حيث ينتفع الطرفان معاً ولا ينفرد أحدهما دون الآخر. بخلاف المداينات (البيوع) والإجارة التي تحتل انتفاع أحد الطرفين وتضرر الآخر. ولهذا يصرح الفقهاء بأنه يغتفر في المشاركات ما لا يغتفر في المعاوضات، ويجوز مع الاشتراك ما لا يجوز مع الانفراد. وبهذا يكون التمويل الإسلامي قد وضع أحد أهم الأسس لبناء الاستقرار المالي والاقتصادي⁽¹⁾.

حتى يكون النظام المالي الربحي نظاماً عادلاً، هذا بالإضافة إلى فعاليته واستقراره، يجب أن يكون مستنداً على القيم الأخلاقية، وأهمها هو مشاركة رب المال في المخاطرة. هذا المبدأ هو إحدى المبادئ الأساسية في التمويل الإسلامي، التي تتطلب من الممول والمنظم أن يقتسما الربح والخسارة بصورة عادلة. مما يساعد على إدخال المزيد من الانضباط في النظام المالي، لأنه سيحفز المؤسسات المالية على بذل المزيد من العناية في تقييم المخاطر من جهة، والرقابة على استخدام الأموال من قبل المقترضين من جهة أخرى.

غير أن التمويل برأس المال لا يعني بالضرورة استبعاد التمويل بالدين، ذلك لأنه لا يمكن تلبية جميع احتياجات التمويل للأفراد والمنشآت والحكومات بواسطة التمويل بالمشاركة، ومنه لا يمكن الاستغناء عن التمويل بالدين. ولكن يجب أن لا يؤدي ذلك إلى اتساع الاستهلاك التبذيري والمضاربة العقيمة غير المنتجة. لذلك فإن النظام المالي الإسلامي الربحي لم يسمح بخلق الديون من خلال الإقراض المباشر، وإنما بواسطة بيع وتأجير الأصول عن طريق أساليب تمويل قائمة على البيع والإجارة (مرابحة، إجارة، سلم، استصناع)، من أجل تمكين الأفراد والمنشآت من شراء أو تأجير سلع حقيقية ضرورية وخدمات حسب قدرتهم على الدفع في المستقبل.

ومع ذلك لا بد وأن تتوفر في هذه المعاملات بعض الشروط لسد جميع منافذ المعاملات غير المشروعة، وعلى رأسها الربا والغرر:

- يجب أن يكون الأصل المباع أو المؤجر حقيقياً، وذلك تفادياً لعمليات المضاربة التي تنطوي على الغرر والقمار.

- على البائع أن يمتلك السلعة المباعة أو المؤجرة، حتى يتحمل مسؤولية الأصل فيشارك في المخاطر إن وقعت أو يحصل على حصة من العائد الإيجابي. وهذا الشرط يعتبر أيضاً قيد على البيوع القصيرة، ومنه يمكن استبعاد الانخفاض الشديد في الأسعار في مرحلة الهبوط. ومع

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص ص 27-28

ذلك فإن الشريعة الإسلامية استثنت من هذه القاعدة عقدي السلم والاستصناع، حيث لا تكون السلع متوافرة لدى البائع، لأنها تحتاج إلى تصنيع قبل التسليم.

- المعاملة يجب أن تكون معاملة تجارية حقيقية مع النية الكاملة للاستلام والتسليم، مما يؤدي إلى استبعاد العديد من المضاربات والمشتقات، حيث لا توجد نية للتسليم والاستلام.

- الدين لا يمكن بيعه ومن ثمة المخاطر المرتبطة به يتحملها المقرض الأصلي، مما يدفعه إلى اتخاذ المزيد من الحذر في تقييم مخاطر الائتمان، وذلك يساعد على منع حدوث توسع مفرط في الائتمان.

إن هذه الشروط تجعل من التمويل الممنوح عبر الصيغ الإسلامية لا يسمح بتوسع الديون إلا في حدود الاقتصاد الحقيقي، لأن الموارد المالية ستوجه نحو الاستثمارات الحقيقية المنتجة للسلع والخدمات التي تسد الحاجة وهو ما سوف يساعد بدوره على زيادة فرص العمل، أو لاقتناء السلع الضرورية⁽¹⁾.

لكن العديد من المشاكل التي تواجهها المصارف الإسلامية ناتجة عن البيئة التي تعمل فيها، فهي تمارس نشاطها في الغالب في البلدان العربية والإسلامية، حيث تتسم عملية نشر المعلومات بعدم الفعالية، إضافة إلى ارتفاع معدلات الفساد. تمثل هذه بيئة اقتصادية مثبطة لعزيمة أي نوع من التمويل المعتمد على الربح والخسارة، لذلك يتوجب على المصارف الإسلامية أن تتميز بالابتكار للبقاء والنمو في ظل مثل هذه الظروف. وبهذه الطريقة تخلت المصارف الإسلامية عن التمويل من خلال المضاربة والمشاركة إلى نمط أكثر واقعية من التمويل باستخدام الأدوات الشبيهة بالدين، من خلال عمليات المربحة والإجارة⁽²⁾.

(1) المصري رفيق يونس، السويلم سامي بن إبراهيم وآخرون، الأزمة المالية العالمية - أسباب وحلول من منظور إسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 33-35

(2) العجلان حامد الحمود، (2010): الربا والاقتصاد والتمويل الإسلامي - رؤية مختلفة، الطبعة 01، مركز دراسات الوحدة العربية: بيروت، لبنان، ص 169

المبحث الثاني: ضبط نمو المديونية من خلال أصول المعاملات المالية المحرمة

إذا كان محور الدراسة في المعاملات الربحية هو المعاملات المحرمة، فإن تحديد أصول هذه المعاملات سيكون مفيداً في تحديد دائرة الممنوع. وقد قرر العلماء أن معظم المنهيات الشرعية في المعاملات الاختيارية ترجع إلى أمرين: الربا أو الغرر. أما الربا فهو يرجع إلى الظلم، وأما الغرر فهو يرجع إلى الجهل. وهذان هما جذور الانحراف في السلوك البشري⁽¹⁾، وجمع بينهما قوله عز وجل: ﴿وَحَمَلَهَا الْإِنْسَانُ إِنَّهُ كَانَ ظَلُومًا جَهُولًا﴾⁽²⁾.

المطلب الأول: تحريم الربا

1. مفهوم الربا

أصل كلمة ربا في اللغة جاءت من ربا يربو بمعنى زاد، ثم أطلق العرب كلمة ربا على ربا المال بمعنى زيادة ونمو مال القرض. وأصبح إطلاق كلمة الربا على هذا المعنى حقيقة لغوية أو عرفاً لغوياً. فالربا إذن هو الزيادة في الدين أياً كان نظير الأجل⁽³⁾.

وعندما ترد كلمة فائدة وحدها هكذا، أو كلمة ربا، فإنما يراد بها الربا المحرم. وهو زيادة غير مشروعة مهما كانت قليلة في عقد القرض أو بيع شبيه بالقرض، في أحد العوضين المتليين أو شبه المتليين. ولتحديد المبادلات الربوية لابد من التعرض للمقايضات أو البيوع أو المبادلات والقرض⁽⁴⁾.

لا يختص الإسلام دون غيره من الأديان بتحريم الربا، ففي الدين اليهودي كانت الفائدة والربا من المحرمات، ثم أصبح مسموح به لاحقاً في حال إقراض أجنبي فقط. وقد أدان المسيحيون التعامل بالفائدة استناداً إلى الإنجيل، ثم حصل فصل بين الفائدة والربا⁽⁵⁾.

2. التحليل الاقتصادي للربا

التحليل الاقتصادي للربا لا يكتمل إلا بتحليل الوظيفة الاقتصادية للبيع والقرض اللذان يدخلان في عموم المبادلة⁽⁶⁾. والمبادلة كلمة عامة تشمل في الواقع المقايضة والبيع والتبادل والقرض، وهذه المبادلة قد تكون فورية، أو بفارق زمني بين تسليم العوضين.

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 116

(2) سورة الأحزاب، الآية 72

(3) عز العرب فؤاد، (1962): الربا بين الاقتصاد والدين، بدون رقم الطبعة، المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية: القاهرة، مصر، ص 26

(4) المصري رفيق يونس، (1987): مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة، الطبعة 03، مؤسسة الرسالة: بيروت،

لبنان، ص 79

(5) جينفيق كوس بروكيه (ترجمة الجبزي مصطفى)، (2011): التمويل الإسلامي، الطبعة 01، وزارة التعليم العالي - الملحقية الثقافية

السعودية في فرنسا - والدار العربية للعلوم: بيروت، لبنان، ص 44

(6) المبادلة هو عقد من عقود التراضي، بموجبه يتنازل شخص ما عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الآخر. فهو تحويل ملكية شيء ما مقابل عوض معلوم ومشروع. والمبادلة قريبة من البيع، إلا أنه في البيع لا يكون العوض سلعة ما، بل مبلغ من النقود يتميز بأنه من

لاستبعاد كل لبس وغموض في مفهوم الربا، يجب أن نبين ما يلي: الفائدة أو الربا والربح، أو - وهذا واحد - بين القرض والبيع (أو التجارة). فالفائدة مرتبطة بالقرض، والربح مرتبط بالبيع التجاري. ويقول تعالى: ﴿إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾⁽¹⁾. نفهم من هذه الآية أن القرآن يفرق بين مفهومين مختلفين: بين البيع والقرض، أو بين الربح والفائدة. فحتى لو ادعى بعضهم أن القرض ينتج فائدة أو يشكل موضوعا للتجارة والمبادلات التجارية، فإن القرآن أراد أن يفصل هذا النوع من التبادل عن سائر المبادلات ويعتبره محرما. وفي ضوء هذا الفهم للآية، نستطيع أن نقول أن معناها واحد من اثنين: وأحل الله البيع (أو التجارة) بربح، وحرم القرض بربا (أو بفائدة). أو أحل الله الربح (أو الدخل التجاري)، وحرم الربا (أو الفائدة). فالبيع يقابله القرض، والربا يقابله الربح. وإذا كان للبيع أن يؤدي إلى كسب (أو ربح) فلا يمكن للقرض أن يؤدي إلى كسب (فائدة، أو نفع، أو ربا)⁽²⁾.

1.2. اختلاف البدلين

صحيح أن القرض كالبيع من حيث أن كلا منهما تبادل أو عملية مبادلة. لكن هناك فرق جوهري بينهما، هذا الفرق يكمن في طبيعة كل منهما، وتعبير أدق في طبيعة البدلين موضوع العملية. فالبيع هو تبادل شيئين مختلفين، أي أن البدلين فيه مختلفان (نقود مقابل طعام مثلا). أما القرض فهو تبادل شيئين متليين، البدلان فيه متماثلان⁽³⁾ (دينار جزائري مقابل دينار جزائري أو أرز مقابل أرز... الخ). كذلك فإن البيع تبادل مثمر بين طرفين متبادلين يفترض أنهما متكافئان. أما القرض فهو تبادل عقيم (من حيث تماثل الشئيين المتبادلين) وبين متبادلين يفترض أنهما غير متكافئين: المقرض والمقترض. ومن عملية البيع ينتج غالبا وبالضرورة ربح لأحد الطرفين المتعاقدين أو المتبايعين. ومن المستحيل غالبا أن نقيس، قياسا رياضيا أو حسابيا دقيقا، التكافؤ بين البدلين في عملية البيع. في حين أن هذا ممكن في عملية القرض. فالقرض موضوعه تبادل سلعتين متليتين

المثليات. وفي البيع التجاري، أو في التبادل عموما يضيف التاجر البائع إلى السلعة عملا حقيقيا (جلب السلعة إلى سوق البيع، أو تصنيفها، أو تخزينها... الخ) والإسلام يكافئ هذا العمل، وهذه المكافأة هي ربح التاجر... (المصري رفيق يونس، مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة، المصدر سبق ذكره، ص 79)

(1) سورة البقرة، الآية 275

(2) المصري رفيق يونس، المصدر نفسه، ص ص 80 - 81

(3) وفي الحالتين السابقتين، الشئان المتبادلان إما أن يكونا مختلفين تماما (حالة البيع) أو متماثلين تماما (حالة القرض). لكن توجد حالات يتعذر فيها هذا التمييز الواضح (ذهب بفضة، قمح بشعير... الخ)، عندها يمكن ويجوز أن يتم التبادل بدون أن يكون هناك تعادل بين البدلين من حيث الكم، لكن يجب أن يتم هذا التبادل فوراً دون تأجيل أحد البدلين. وللرجوع إلى حرية التبادل - أي دون التقيد بشرط التقابض الفوري - يجب توسط النقد في عملية التبادل... (المصدر نفسه، ص 81)

أو شيئين متماثلين، يقبلان التحديد والتعريف نوعاً وكماً، بحيث يسهل رد رأس مال القرض بدقة بلا زيادة ولا نقصان في موعد الاستحقاق⁽¹⁾.

2.2. قيمة الزمن

القرض مبادلة لمالين متماثلين، والتمائل بطبيعة الحال لا يمكن أن يسمح بانتفاع الطرفين لأن أي تفاوت بين البديلين سيكون لمصلحة أحدهما على حساب الآخر. ولهذا لا يتصور أن تقع مبادلة 100 دينار بـ 110 دينار كلاهما نقداً. فالتبادل ممتنع إذا انتفى الأجل. فإذا انتفى الأجل امتنع التعاقد على الربا، بخلاف البيع فإنه يقع ولو انتفى منه الأجل. فلو فرض أن المشتري يملك الثمن، وكانت تكلفة الأجل أعلى من تكلفة الفرصة البديلة، فسيفضل الشراء نقداً على الشراء بأجل. ولكن هذا غير متصور في الربا، لأنه إذا انتفى الأجل انتفى العقد أصلاً. وهذا الفرق مما أُلح إليه القرآن رداً على المشركين حين قالوا: ﴿ إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا ﴾ فرد عليهم: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾⁽²⁾. فلفظة "البيع" في الآية الأولى يراد بها البيع الأجل لأنه يتضمن الزيادة مقابل الأجل التي لأجلها شبهه المشركون بالربا. بينما "البيع" في الآية الثانية يشمل عموم البيع، الأجل والحال.

فالرد عليهم إذن هو أن البيع المؤجل نوع من البيع الذي يحقق منفعة التبادل ولو لم يوجد فيه الأجل. فإذا انضم إليه الأجل كانت الزيادة في الثمن للأجل شأنها شأن أي زيادة في الثمن مقابل أي شروط أو مواصفات إضافية في عقد البيع، وهذا هو المعنى أن الأجل تابع للتبادل: أن التبادل يوجد ولو لم يوجد فيه الأجل، فإذا وجد التأجيل لم يكن هناك ما يمنع من اعتباره في الثمن. بخلاف الربا فإنه لا يوجد إذا انتفى منه الأجل ولذلك تنتفي منه منفعة التبادل. ومنفعة التبادل هذه هي التي تجبر وتعوض تكلفة الأجل على المدين. فإذا كانت منتفية في الربا لم يكن في تكلفة الربا (أو الفائدة) ما يعوضها، فتبقى الزيادة ظلماً محضاً على المدين⁽³⁾.

في البيع الأجل، جائز عند جمهور الفقهاء زيادة الثمن في مقابل الزمن، فيجوز بيع الشيء نقداً بعشرة، ولسنة مثلاً بأحد عشر، ومن هنا قولهم: إن للزمن حصة من الثمن، أي أن الثمن كما يختلف باختلاف المبيع، فإنه يختلف أيضاً باختلاف زمن السداد⁽⁴⁾.

(1) المصري رفيق يونس، مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة، المصدر سبق ذكره، ص 80-81

(2) سورة البقرة، الآية 275

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 49-50

(4) وللزمن أهمية كبيرة في تقييم المشروعات ودراسات الجدوى، فإذا تساوت المشروعات في كل شيء إلا في الزمن، أي كان أحدهما يدر دخله قبل الآخر، اختير العاجل على الأجل، لأنه أكبر قيمة منه، مما يؤكد صحة نظرية التفضيل الزمني، أي الحاضر مفضل على المستقبل ما لم يؤدي هذا المستقبل إلى زيادة ملائمة... (المصري رفيق يونس، 2009): بحث في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة 02، دار المكتبي: دمشق، سوريا، ص 102

وفي المقابل نجد أن الشريعة الإسلامية تجعل التمويل تابعا للتبادل. فالشرع يجيز البيع بثمن مؤجل أعلى من الحال (وفي حالة السلم أن يكون الثمن أقل من سعر التسليم الحال)، بينما لا يجيز الفائدة على القرض. وبذلك يكون التمويل الإسلامي قد ميز بين قيمة الأجل إذا كانت تابعة للتبادل كما هو الحال في البيع الآجل أو السلم. وبين ما إذا كانت مستقلة عنه كما هو الحال في الربا. فتجوز الزيادة مقابل الأجل تبعا ولا تجوز استقلالا⁽¹⁾. وهذا واضح في أن التمويل يجب أن يكون تابعا للنشاط الحقيقي وهو البيع وليس مستقلا عنه⁽²⁾.

ثم إن الاحتجاج بقيمة الزمن ليس حكرا على المقرض وحده، بل يحق للمقترض أن يحتج به أيضا، فحقيقة الحسم الزمني هي تفضيل الحاضر على الغائب، ومن هذه الحيثية لا فرق بين الماضي والمستقبل، فكلاهما غائب. ومنه إذا كان من حق المقرض أن يطالب بفائدة عند إنشاء القرض بحجة أن المستقبل أقل قيمة بالنسبة له من الحاضر، فإن من حق المقترض أن يحتج بالمنطق نفسه حين السداد، بحجة أن الماضي بالنسبة له أقل قيمة من الحاضر.

فاعتبار القيمة المادية للزمن في القرض يؤدي إلى تناقض مصالح الطرفين، لأن المقترض لا تطيب نفسه بسداد رأس المال بل أقل، والمقرض لا تطيب نفسه إلا بأكثر من رأس المال. فترجيح رغبة أحد الطرفين على رغبة الآخر يعني بالضرورة أنه يربح على حساب الآخر، وهذا هو الظلم. ولذلك منع القرآن الزيادة والنقص معا، وأوجب رد القرض بقدر رأس المال بلا زيادة ولا نقص: ﴿لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾⁽³⁾. فالاعتبار المادي للزمن يؤدي إلى تناقض مصالح الطرفين ولذلك لا مفر من تحويل القرض إلى عملية غير ربحية.

لكن الشرع لم يهمل قيمة الزمن من حيث الأجر والثواب، سواء للمقرض أو للمقترض. أما المقرض فقد صح عنه صلى الله عليه وسلم أنه قال: "إِنَّ السَّلْفَ يَجْرِي مَجْرَى شَطْرِ الصَّدَقَةِ"⁽⁴⁾. والمقترض يؤجر أيضا على الوفاء عند حلول الأجل لعموم قوله تعالى: ﴿وَالَّذِينَ هُمْ لِأَمَانَاتِهِمْ وَعَهْدِهِمْ رَاعُونَ﴾⁽⁵⁾. فالإسلام يراعي الميول النفسية لكلا الطرفين ويعوضها بالثناء والثواب. وبذلك فإن

(1) الزمن ليس مصدرا مستقلا من مصادر الكسب، لكن إذا انضم إلى مال (كما في إجارة الأشياء، فالمستأجر يدفع للمؤجر مبلغ الكراء كلما مضى زمن معين حتى ولو لم ينتفع بالشيء المستأجر)، أو إلى عمل (كما في إجارة الأشخاص، فرب العمل يدفع للعامل أجرته كلما مضى زمن معين حتى ولو لم يكلفه بشيء خلال هذا الزمن)، كان مصدرا من مصادر الكسب، فهو إذا مصدر تابع لا مستقل... (المصري رفيق يونس، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 106)

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 47

(3) سورة البقرة، الآية 279

(4) حديث صحيح، الدرر السنية، على الموقع: <http://www.dorar.net/h/caa85496b7a6936789121ddef674760c>

تاريخ الاطلاع: 2014/04/12

(5) سورة المعارج، الآية 32

تحويل القرض إلى عملية غير ربحية يتلافى المساوئ الاقتصادية دون أن يغفل الاعتبارات النفسية⁽¹⁾.

هناك فائدة مادية أيضا حتى في حالة القرض. فالمقرض يعفى من أداء الزكاة على ديونه، أي يعفى من أداء معدل 2.5% سنويا، وهذا الإعفاء هو بمثابة معدل فائدة 2.5% سنويا. وعلى هذا الأساس يجد صاحب المال نفسه مدفوعا لأن يقرض ماله في أغراض استهلاكية أو إنتاجية بحيث لا يكثره. فهذا حافز إلى الإقراض وتشغيل المال ووسيلة لمحاربة الاكتناز⁽²⁾.

3.2. التعميم

مما يوضح الفرق بين البيع والربا أن البيع هو عماد النشاط الاقتصادي ولا يمكن أن يخلو منه مجتمع إنساني. ولذلك لو اشترك جميع أفراد المجتمع في السوق من خلال البيع والشراء لم يتضرر الاقتصاد، بل على العكس، تصبح السوق أكثر اتساعا وأكثر قدرة على تلبية احتياجات المجتمع. لكن لو تحول الجميع إلى الإقراض بفائدة فسينهار الاقتصاد. فلو افترضنا أن شخصا اقترض بفائدة، وبدلا من استخدام القرض في مشاريع استثمارية قرر أن يقوم بدوره بالإقراض بفائدة، ثم يقوم المقترض الثاني بإقراض المبلغ بفائدة كذلك، وهكذا دواليك، لامتنع سداد الفائدة لعدم وجود مصدر للدخل. ولو تفرغ الجميع أو حتى الأكثرية للإقراض بفائدة لانهار الاقتصاد. فالبيع يقبل التعميم ولا يترتب على ذلك مغالطة بل يؤدي إلى ازدهار الأسواق ونمو النشاط الاقتصادي، أما الربا فلا يقبل التعميم لأنه لو اشتغل الكل بالإقراض انهار الاقتصاد. وهذا الفرق راجع إلى طبيعة البيع وطبيعة القرض. فالبيع مبادلة لمختلفين والاختلاف هو المبرر للتبادل، فاتساع دائرة المشتغلين بالتبادل يؤدي إلى المزيد من الاختلاف والتنوع ومن ثمة إلى نمو السوق وازدهارها. أما القرض فهو مبادلة لمتماثلين، فاتساع دائرة المقرضين والمقترضين تؤدي إلى انحسار التنوع وغلبة المثلية. ولكن المثلية لا تسمح بانتفاع الطرفين، ولذلك لا يمكن أن يزدهر الاقتصاد وتنمو الثروة.

الربا يؤدي إلى الوقوع في مغالطة التعميم، ونظرا لأن الكنز يؤدي إلى المغالطة نفسها لم يكن غريبا أن يقرن القرآن بين تحريم الربا ووجوب الصدقة والإنفاق فكلا الأمرين يهدف لعلاج السلوك الغير عقلاني الذي يقدم المصلحة الفردية المناقضة لمصلحة المجموع، ومن ثمة الوقوع في مغالطة التعميم⁽³⁾.

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص ص 53-55

(2) المصري رفيق يونس، مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة، المصدر سبق ذكره، ص 83

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، المصدر نفسه، ص ص 51-52

والبيع كما سبق هو مبادلة لمالين مختلفين، فهو يستلزم اختلاف تخصص الطرفين لكي تحقق المبادلة مصالحهما. وربط التمويل بالبيع يشجع على التخصص ومن ثمة التنوع في النشاط الاقتصادي. ولهذا نجد أدوات التمويل الإسلامي ترتبط بشكل كبير بنوع النشاط محل التمويل، فهناك استصناع ومزارعة ومساواة ومغارة الخ. فالأدوات الإسلامية بطبيعتها تستلزم التخصص الذي هو أساس التقدم الاقتصادي. أما الربا فهو مبادلة لمالين متماثلين، فليس فيه ما يحفز على التخصص، بل العكس هو الصحيح. ولذلك كانت الربا أداة تستخدم للتمويل في جميع المجالات دون تمييز لانعدام عنصر التخصص فيها. ومنه فإن عائد الربا يمثل عائد الأجل دون أن يعكس القيمة المضافة التي يحققها التمويل الإسلامي. فالتمويل الإسلامي أكثر انسجاماً مع النظرية الاقتصادية من الربا، ويتضمن من مقومات التقدم الاقتصادي ما لا يملكه التمويل الربوي⁽¹⁾.

3. مخاطر الربا

إن النصوص من القرآن والسنة تبين أن أكبر خطر يهدد الاقتصاد هو الربا، وهو ظاهرة تمويلية بحتة. أي أن مصدر الاضطراب والتقلبات الأخطر يكمن في القطاع المالي وليس الحقيقي، وإن كان هذا لا ينفي وجود أسباب للدورات الاقتصادية من القطاع الحقيقي. ربما كان الربا أشد الذنوب التي حذر منها القرآن الكريم بعد الشرك بالله تعالى، حتى هدد القرآن المرابي إذا لم ينتهي عن أكل الربا بحرب من الله ورسوله، كما قال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْنُوا فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾⁽²⁾. وهذا التهديد والوعيد يدل على أن الربا بالغ الأثر على المجتمع وعلى النشاط الاقتصادي، ولهذا قال تعالى: ﴿يَمَحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُزِيلُ الصَّدَقَاتِ﴾⁽³⁾. وعن النبي صلى الله عليه وسلم أنه قال: "إذا ظهر الربا والزنا في قرية فقد أحلوا بأنفسهم عذاب الله"⁽⁴⁾، وقال: "الربا وإن كثر فإن عاقبته تصير إلى قُلٍّ"⁽⁵⁾. فإذا كان موقف الشريعة الإسلامية من الربا بهذه الدرجة من التحريم، فلا بد أن يكون بالغ الأثر على الفرد وعلى المجتمع.

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، وكل بيع مبرور، مقالات في التمويل الإسلامي، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.kantakji.com/media/8343/n333.pdf>، تم الاطلاع على المقال في: 2011/07/02، ص ص 07 - 08

(2) سورة البقرة، الآية 278 - 279

(3) سورة البقرة، الآية 276

(4) حديث صحيح، الدرر السنية، على الموقع: <http://www.dorar.net/hadith?skeys>، تاريخ الاطلاع: 2014/04/12

(5) حديث صحيح، الدرر السنية، على الموقع: <http://www.dorar.net/hadith?skeys>، تاريخ الاطلاع: 2014/04/12

وهذا بين وبوضوح أن أسوأ الأضرار الاقتصادية ينشأ من جانب التمويل. وبهذا فإن الاقتصاد الإسلامي يقرر أن القطاع المالي قد يكون مصدرا لأسوأ المخاطر الاقتصادية⁽¹⁾.

3.1. الربا هو إحدى الاستخدامات الخاطئة للنقد

في عملية الربا يتم التبادل في النقود وليس بها، أي تكون هي محلا للتداول بقصد التجارة فيها وتحقيق الأرباح السريعة. ولما كانت النقود ممثلة بالذهب والفضة مقصودة في إطار التعامل الربوي للتجارة على أساس أنها سلعة سوقية، فإنه يتحقق من جراء ذلك أيضا تعطيل الحكمة الإلهية فيها، وهذا عين الظلم، ولا يقل أثره عن أثر الاكتناز إذ يمثل كل منهما استخداما غير عادل للنقود، وتوجيه التعامل بها على غير الوجه المراد منها.

وقد أوضح الغزالي في هذه المسألة وألحقها بالاستخدامات الخاطئة والظالمة للنقود فقال: "وكل من عامل معاملة الربا على الدرهم والدنانير فقد كفر النعمة وظلم لأنهما خلقا لغيرهما لا لنفسهما إذ لا غرض في عينهما، فإذا اتجر في عينهما فقد اتخذهما مقصودا على خلاف وضع الحكمة، إذ طلب النقد لغير ما وضع له ظلم... وكموقع المرأة من الألوان، فأما من معه نقد فإن جاز له أن يبيعه بالنقد فيتخذ التعامل على النقد غاية عمله فيبقى النقد مقيدا عنده وينزل منزلة المكنوز وتقييد الحاكم⁽²⁾".

والناحية الاستدلالية في هذا النص أن الاتجار بالنقود أو معاملتها معاملة الربا هو خلاف لمغزى الحكمة منها، وهو ظلم، وهو لا يختلف عن صورة الاكتناز (لأن به تعطيل لوظيفة أساسية من وظائف النقود وهي قدرته على التوسط والحكم بين الأموال، وأن تعطيل قدرة الوساطة النقدية مخالفة للحكمة في إيجادها بل إنه إبطال وتضييع لها)، فالإشارة واضحة هنا إلى دور الوسيط للنقود في عمليات التبادل لأنها كالمرآة تعكس قيم السلع والخدمات.

ولهذا فلا يجوز أن تثمر النقود ربحا مجردا بحكم وساطتها ما لم يتوفر عنصر العمل، فيقوم بتلقيح رأس المال وإخصابه مما ينتج عنه إحلال العلاقة (سلعة - نقد - سلعة)، محل العلاقة السائدة في النظام الربوي (نقد - ربا - نقد)، وبذلك يصبح العائد متضمنا للسعر العادل للآلة الإنتاجية وعنصر العمل بدلا من العائد المجرد لاستخدام النقد⁽³⁾.

يفرق الاقتصاديون المعاصرون في تناولهم لموضوع الفائدة بين مصطلحين هما: سعر الفائدة النقدي وهو الربا، وهو السعر الذي يتحدد وفق الطلب والعرض على النقود في بيعها أو شرائها أو

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 21

(2) الغزالي أبو حامد محمد، (2005): إحياء علوم الدين، الطبعة 01، دار ابن حزم: بيروت، لبنان، ص 97

(3) الحوراني ياسر عبد الكريم، (2002): الفكر الاقتصادي عند الإمام الغزالي، الطبعة 01، دار مجدلاوي: عمان، الأردن، ص ص

إقراضها. وسعر الفائدة الحقيقي ⁽¹⁾: فهو الناتج الذي يتحقق من استخدام رأس المال السلعي، أو بمعنى آخر هو ثمرة استخدام طاقة العمل أو الفكر أو الطاقات المادية المتاحة ⁽²⁾. فالشيء المهم في القرارات الاقتصادية هو معدل الفائدة الحقيقي المتوقع الذي لا يمكن ملاحظته في السوق، ولا يمكن تقريبه تقريبا يعول عليه بواسطة أساليب الاقتصاد القياسي ⁽³⁾. ويفترض الاقتصاديون أن سعر الفائدة النقدي يعكس بصورة أو بأخرى معدلات الزيادة في الإنتاج السلعي أو إنتاجية رأس المال العيني. وأن التوازن يتحقق عندما يتساوى سعر الفائدة النقدي مع سعر الفائدة الحقيقي. والتساوي يعني أن سعر الفائدة يرتبط بالإنتاج الحقيقي زيادة ونقصا، أي أنه يعكس ما يمكن أن يحققه رأس المال العيني من زيادة في الإنتاج، حيث إن نهاية المطاف من استعمال النقود هو تحريكها لطاقة بشرية أو مادية في المجتمع. ولكن الواقع الذي نعيش فيه، يبين أن العوامل المحددة لسعر الفائدة النقدي - الربا - تختلف تماما عن ثمرة تفاعل عوامل الإنتاج الحقيقية في المجتمع.

والتوازن يعني إتباع سياسة للفوائد تجعلها لا تزيد عن ناتج الاستخدام الفعلي لرأس المال العيني - أي إذا زاد مكسب الإنتاج زادت الفائدة، وإذا قل قلت الفائدة، وإذا وصل المكسب إلى أقل من الصفر تصبح الفائدة سلبية أي خسارة - وهذا هو مبدأ "الغرم بالغرم"، أو مبدأ المشاركة الذي تشير إليه المبادئ الاقتصادية الإسلامية. أي ثمن وظيفة النقود لا يدفع ولا يتحدد إلا بعد أداء الوظيفة، فإذا أسفر الناتج عن استخدام رأس المال العيني عن خسارة فيكون الثمن سلبيا، وإذا تحقق الكسب يكون الثمن ايجابيا.

ولكن المؤسسات المالية والسياسات الاقتصادية التي تتحكم في سعر الفائدة النقدي تتخذ من الوسائل والأساليب ما لا يمكن أن يؤدي إلى حدوث هذا التوازن، بل تسهم في زيادة الهوة بين سعر الفائدة النقدي والحقيقي، وذلك بسبب الخروج بوظيفة النقود عن مهمتها الأساسية، وهي حيادها وتسهيل التبادل في السلع والخدمات، إلى المتاجرة بها بالصورة التي نراها اليوم في جميع المؤسسات المالية وإتباعا للسياسات الاقتصادية والنقدية في الدول المعاصرة. وارتفاع الفائدة النقدية عن معدلات الناتج القومي، بمعنى وجود الربا بمقدار معين نتيجة بيع وشراء وإقراض النقود، بعيدا عن معدلات الإنتاج السلعي.

وعليه فإن الفائدة لا تتحدد مسبقا وإلا كانت من الربا المحرم، ولكن الربح الفعلي الناتج عن الإنتاج والاستثمار - وليس الإقراض - هو الذي يتم توزيعه. فإذا كان هذا الربح لا يتحقق إلا بالعمل، ولا

(1) المعروف بمعدل الفائدة الطبيعي أو الحقيقي لدى Wicksell أو معدل الفعالية الحدية لرأس المال لدى Keynes كما رأينا في الفصل الأول.

(2) السالوس علي أحمد، المصدر سبق ذكره، ص 130

(3) شبرا محمد عمر، نحو نظام نقدي عادل - دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام، المصدر سبق ذكره، ص 101

يعرف إلا بعد حساب التكاليف، ومنه لا يمكن تحديده مقدماً. وقد تزيد التكاليف عن رأس المال، فلا يوجد ربح يوزع بل خسارة، فتقل النقود⁽¹⁾.
إذا كانت معدلات الفائدة الاسمية مرتفعة (إذا كانت الفائدة مرتفعة والربح منخفض) مقارنة بمعدل الفائدة الحقيقي قللت من الأرباح، أي نصيب المنظم من العائد الإجمالي (لأنها تعد تكلفة)، وضائق السيولة بانخفاض التدفقات النقدية الداخلية، وصار من الضروري زيادة الاقتراض القصير الأجل، ودوران الائتمان بمعدلات أعلى (إذ الممارسة العامة لرجال المصارف هي تجديد الائتمان لكن بمعدلات فائدة أعلى بدرجة ما) مما يساهم في تقليل الأرباح ويؤدي أحياناً إلى حالات الإفلاس. وهذا يفسد مناخ الاستثمارات الطويلة الأجل، ويعيق النمو الاقتصادي. ومن جهة أخرى فان هبوط أسعار الفائدة النقدية، يستغل المدخرين (إذا كانت الفائدة منخفضة والربح عالي)، ويزيد من الإنفاق الاستهلاكي، ومن حرارة نشاط المضاربات ويعزز الاستثمارات غير الإنتاجية، كما أنه يساهم أيضاً في التوسع الائتماني غير الصحي والضغط التضخمية، ويضر بالاستثمار الطويل الأجل وبالنمو⁽²⁾.

2.3. الربا مشاركة في الربح دون الخسارة

يرى أنصار الربا أن الربح الذي يحصل عليه المقرض من عمله في المال الذي اقترضه إنما ينشأ وليداً من التزاوج بين العمل ورأس المال، فكيف يكون للعمل حقاً في الربح، ولا يكون للمال حقاً فيه. مع أنه زوجه وشريكه في هذا النتاج؟
صحيح أن الربح ليس ثمرة عنصر واحد بل هو ثمرة عنصرين متزاوجين. غير أن المعارضين قد فاتهم شيء جوهري، وهو بمجرد عقد القرض أصبح العمل ورأس المال في يد شخص واحد، ولم يبقى للمقرض علاقة ما بذلك المال، بل صار المقرض هو الذي يتولى تدبيره تحت مسؤوليته التامة، لربحه أو لخسارته. حتى أن المال إذا هلك أو تلف فإنما يهلك أو يتلف على ملكه. فإذا كان لابد من إشراك المقرض في الربح الناشئ وجب علينا في الوقت نفسه أن نشركه في الخسارة النازلة، إذ كل حق يقابله واجب أو كما تقول الحكمة النبوية "الخارج بالضمان". أما أن نجعل الميزان يتحرك من جانب واحد فذلك معاندة للطبيعة.

ومتى قبلنا اشتراك رب المال في الربح والخسارة معا انتقلت المسألة من موضوع القرض إلى صورة معاملة أخرى، وهي الشركة التضامنية الحقيقية بين رأس المال والعمل. وهذه الشركة لم يغفلها القانون الإسلامي، بل أساغها ونضمها تحت عنوان "المضاربة" أو "القرض". غير أنه لكي يقبل رب المال الخضوع لهذا النوع من التعامل يجب أن يكون لديه من الشجاعة ما يواجه به المستقبل

(1) السالوس علي أحمد، المصدر سبق ذكره، ص 130 - 132

(2) شبرا محمد عمر، نحو نظام نقدي عادل - دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام، المصدر سبق ذكره، ص 117

في كل احتمالاته. وهذه فضيلة لا يملكها المرابون (المقرضون)، لأنهم يريدون ربح بغير مخاطرة، وذلك ما يسمى تحريف قواعد الحياة ومحاولة تبديل نظمها. ومنه إذا سرنا وفقا للأصول والمبادئ الاقتصادية في أدق حدودها كان لنا الاختيار بين نظامين لا ثالث لهما: إما نظام يتضامن فيه رب المال والعامل في الربح والخسارة، وإما نظام لا يشترك فيه معه في الربح ولا في الخسارة⁽¹⁾.

3.3. انفصال التمويل الربوي عن الاقتصاد الحقيقي

المفسدة الجوهرية للربا نص عليها القرآن الكريم: ﴿لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً﴾⁽²⁾. فالربا يؤدي إلى فصل المديونية عن النشاط الاقتصادي ممثلاً في التبادل والإنتاج. فالفوائد على القرض وعلى الديون المؤجلة تنمو تلقائياً مع مرور الوقت بغض النظر عن حصول عمليات حقيقية توظف التمويل في توليد الثروة ورفع الإنتاجية. ونتيجة لذلك فإن المديونية تنمو بمعدلات أسرع من معدلات نمو الثروة والدخل. فالدين لا يحتاج لكي ينمو أكثر من مرور الزمن، ولذلك يصبح نموه تلقائياً. أما الثروة فإن نموها يستلزم الكثير من الجهد والتضحية والمعرفة والإبداع. ومع نمو المديونية تنمو الفوائد عليها أو ما يسمى خدمة الدين والأقساط التي يجب دفعها أولاً بأول. هذه الأقساط تدفع بطبيعة الحال من الدخل ومن المدخرات الناتجة عن النشاط الحقيقي. لكن مع النمو المتسارع للمديونية لا يعود بمقدور الدخل أن يفي بمستحقات خدمة الدين وأقساطه، ويصبح الوضع غير قابل للاستمرار⁽³⁾.

وعائد التمويل في الأصل يفترض أن يكون من القيمة المضافة التي يسهم في تحقيقها من خلال التبادل والتعاملات الحقيقية، ولكن مع النمو غير المنضبط للمديونية، يصبح عائد التمويل أكبر بكثير من نصيبه في القيمة المضافة إن وجدت، وهذا ما يجعل التمويل عاملاً سلبياً في النمو الاقتصادي بدلاً من أن يكون عاملاً إيجابياً. وبطبيعة الحال ما لم يتم تصحيح هذا الوضع بشكل أو بآخر، فإن مآل الاقتصاد سيكون الاختناق تحت وطأة هذه الديون⁽⁴⁾.

ونمو المديونية بمعدلات أعلى من نمو الدخل والثروة يؤدي إلى ما يعرف بالهرم المقلوب. حيث تتراكم مديونيات ضخمة على قاعدة ضئيلة من الثروة والدخل والأصول الحقيقية. هذا الوضع غير مستقر لأن قاعدة الهرم تتضاءل باستمرار بالنسبة للقمة، لأن تضخم الدين يستلزم تضخم خدمة الدين وتكاليفه التي تدفع من الدخل الناتج عن النشاط الاقتصادي. هذا فضلاً عن المخاطر العالية

(1) دراز محمد عبد الله، الربا في نظر القانون الإسلامي، محاضرة ألقاها في مؤتمر القانون الإسلامي المنعقد في باريس في 8 أوت 1951، مكتبة المهتدين الإسلامية لمقارنة الأديان، على الموقع الإلكتروني: <http://kotob.has.it>، تم الاطلاع على المقال في: 2010/04/14

(2) سورة آل عمران، الآية 130

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 42

(4) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 118

التي يصبح الاقتصاد معرضاً لها بحيث لا يستطيع الصمود أمام أدنى الهزات أو التقلبات في الأسواق أو العوامل الخارجية. ولذلك فلا بد من تصحيح وضع الهرم المقلوب. والتصحيح إما أن يكون من خلال انهيار بسبب إفلاس المدينين وعجزهم عن السداد، أو من خلال تضخم جامح. وفي الحالتين فالنتيجة هي شطب الديون الهائلة التي لم تكن تستند إلى أصول حقيقية، وهو من صور المحق التي أشار إليها القرآن: ﴿يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا﴾⁽¹⁾. وكلما تأخر تصحيح الوضع المقلوب كلما كانت تكلفة التصحيح أكبر. وقد لاحظنا ذلك بوضوح في أزمة ديون الرهن العقاري سنة 2008.

بعد التصحيح قد يعود الاقتصاد إلى الوضع الطبيعي (قاعدة عريضة من الثروة تستند إليها طبقة محدودة من الديون). لكن بسبب آلية الفائدة تعود المديونية للنمو مجدداً بمعدلات أسرع من نمو الثروة، وتكون النتيجة تكرار الكوارث والتخبط الاقتصادي، كما أشار إلى ذلك القرآن: ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ﴾⁽²⁾. وهذا ما يجعل الرأسمالية مضطربة بطبيعتها⁽³⁾.

من خلال التمييز بين التمويل التابع للتبادل والتمويل المستقل عن التبادل (الربا) نجحت الشريعة الإسلامية في التمييز بين قيمة الزمن وبين نمو المديونية تلقائياً. فالفائدة في حقيقتها هي معدل النمو التلقائي للمديونية، وتمثل درجة انحراف التمويل عن القطاع الحقيقي. أما هامش الأجل في البيوع الإسلامية فهو يمثل قيمة الزمن فحسب دون معدل نمو المديونية لامتناع نمو الدين تلقائياً في اقتصاد إسلامي. فالتمويل الإسلامي نجح في التمييز بين الأمرين، في حين أخفق التمويل التقليدي في ذلك، فأصبحت قيمة الزمن لا تنفك عن نمو المديونية وتضاعفها ذاتياً. وبذلك فإن التمويل الإسلامي يعطي الزمن قيمته الفعلية المستمدة من النشاط الحقيقي وليس من مجرد نمو المديونية. فالزمن إنما تتبع قيمته من النمو الاقتصادي وإلا فهو وصف ذهني ليس له وجود خارجي، كما يقول العلماء⁽⁴⁾.

(1) سورة البقرة، الآية 276

(2) سورة البقرة، الآية 275

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص ص 43-44

(4) المصدر نفسه، ص ص 52-53

المطلب الثاني: تحريم الغرر

1. تعريف الغرر

يأتي الغرر في الأهمية بعد الربا، أو يتساويان في أهميتهما في التمويل الإسلامي، والغرر في أصل اللغة يعني الخطر، والغرر يختلف عن الربا بأن الربا كله حرام، أما الغرر فليس كله حراماً. والغرر قد يكون في البيوع (أو المعاوضات) وقد يكون في التبرعات، وهو مغتفر في التبرعات وغير مغتفر في المعاوضات، لأن التبرعات قائمة على المسامحة، والمعاوضات قائمة على المشاححة⁽¹⁾.

الغرر في اللغة يعني الخطر، وهو يتضمن أيضاً معنى الخداع والتضليل، ويتطابق هذين المعنيين (الخطر والخداع) بأوضح صورة عندما يكون احتمال الحصول قليلاً وحجم الجائزة كبيراً. فبالرغم من المخاطر العالية إلا أن حجم الجائزة يغري الشخص ويغره للدخول في المغامرة، كما هو الحال في اليانصيب وصور المقامرات المختلفة. وهذا هو جوهر القمار⁽²⁾. وردت للمخاطرة معان عديدة، ارتبطت بها أحكام شرعية مختلفة، فطوراً يكون وجودها ضرورياً في مشروعية المعاملات، وأحياناً أخرى يكون غيابها سبباً في عدم مشروعيتها. ولأن المسألة كذلك، ولأننا نشخص خطأً خطيراً في معاني المخاطرة ينسحب على حكم النشاط الذي يرتبط بها، لذا كان لزاماً أن نعرف الخطر في الاقتصاد الإسلامي⁽³⁾.

إذا عرفنا الخطر بأنه احتمال وقوع الخسارة. فمن الواضح حينئذ أن الخطر غير مرغوب في الشريعة الإسلامية، لأنه تعريض المال للتلف والضياع، وهو ينافي مقصد الشريعة من حفظ المال وتنميته. وليس في النصوص الشرعية الأمر بالتعرض للمخاطر، وإنما فيها اشتراط الضمان في الريح. والضمان هنا يعني تحمل مسؤولية المال، وهي مسؤولية تابعة للملكية وليست مستقلة عنها. فاشتراط الضمان اشتراط لتحمل المسؤولية الناشئة عن الملكية، وهو مدلول الحديث النبوي: "الخارج بالضمان". أما تحمل المخاطرة استقلالاً، أي الضمان المستقل عن الملكية، فلا تجوز المعاوضة عليه لأنه غرر بإجماع الفقهاء⁽⁴⁾.

2. المخاطر الممنوعة والمقبولة في الشريعة الإسلامية

لا تتفك الحياة الإنسانية عموماً عن المخاطر. ويدرك الاقتصاديون أن المخاطر ذات أثر مهم في توجيه الحوافز، وأن تحمل المخاطر ضروري للنمو والابتكار والازدهار. لكن الجميع يدرك أيضاً

(1) المصري رفيق يونس، (2012): التمويل الإسلامي، الطبعة 01، دار القلم: دمشق، سوريا، ص 27

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 81

(3) السبهاني عبد الجبار، في المخاطرة ومعناها، على الموقع الإلكتروني: [HTTP://AL-SABHANY.COM/INDEX.PHP/2012-08-21-02-38-51](http://AL-SABHANY.COM/INDEX.PHP/2012-08-21-02-38-51)

تم الاطلاع على المقال في: 11/02/2011

(4) السويلم سامي بن إبراهيم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 74-75

أن المخاطر يمكن أن تثبط الاستثمار وتعيق الإنتاج. وهذا يعني أن للمخاطر طرفين: طرف ضروري للنمو الاقتصادي، وطرف ضار ومثبط للنشاط الاقتصادي. وهذان الطرفان يقابلهما طرفان في الميول النفسية نحو المخاطر: روح الإقدام والمغامرة من جهة، والحذر وكراهة الخطر من جهة أخرى. ولذلك لاحظ الاقتصاديون اجتماع نوعين متقابلين من السلوك لدى الكثير من الأفراد: التأمين والمقامرة. ف شراء وثيقة التأمين يعني كراهة الخطر، بينما شراء تذكرة اليانصيب يدل على الرغبة فيه. ومن المؤكد أن هناك علاقة بين هذين النوعين من الميول وبين نوعي الخطر المشار إليهما.

ونجد في المقابل نوعين من الضوابط في الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بالمخاطر: تحريم الربا وربح ما لم يضمن من جهة، وتحريم القمار والميسر من جهة أخرى. فتحريم الربا يستلزم تحمل الحد الأدنى من المخاطر التي لا يمكن أن ينفك عنها النشاط الاقتصادي ولا يتحقق النمو والازدهار إلا بها. أما تحريم القمار والميسر فهو منع للمخاطر الضارة بالنشاط الاقتصادي. والفرق بين هذين النوعين يتركز حول الملكية، فالضمان الذي اشترطه النبي صلى الله عليه وسلم يتعلق بالملكية، كما سبق، أما الميسر فهو تحمل مخاطر مستقلة عن الملكية. وهذا الفرق يلائم الحوافز والآثار الاقتصادية. فالمخاطر المقترنة بالملكية تحفز على حفظ المال وتنميته، وبذلك تصبح كراهة المخاطر سببا في بناء الثروة. وفي المقابل فإن اشتراط ثبوت الملكية لأجل الحصول على الربح يوجه روح المغامرة نحو النشاط الإيجابي وتحقيق القيمة المضافة. فالملكية تمثل محور اتزان بين الميل للمغامرة وبين كراهة الخطر، وتوجه كل منهما نحو بناء الثروة والقيمة المضافة، وهو ما يحقق النمو والاستقرار الاقتصادي معا⁽¹⁾.

رب المال في المضاربة إنما يستحق الربح بماله ومخاطرته، والمخاطرة هنا تابعة للمال، فالمال ملك لصاحبه في المضاربة، والمالك يضمن ملكه، أي يتحمل مخاطرته. أي يتحمل مسؤولية التلف أو الخسارة إذا وقعت. فالإنسان إذا ملك شيئا ضمنه، فإذا تلف كان تلفه عليه، فالضمان هنا هو ضمان الملك، أي الضمان التابع للمال، لا الضمان المحض⁽²⁾. المخاطرة عنصر إنتاجي⁽³⁾، إذ تتيح للإنسان أن ينتج ما لا يمكن إنتاجه بدونه، فهناك أعمال لا بد فيها من مخاطرة، كالزراعة والصناعة والتجارة. ومن الممكن أحيانا نقل المخاطرة من شخص إلى آخر، لكن لا بد في النهاية من شخص يتحمل المخاطرة، ورب المال إذا قدم ماله إلى غيره قرضا،

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 64-65

(2) المصري رفيق يونس، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 108

(3) ومنه فإن المخاطرة كالزمن، ليست في الإسلام مصدرا مستقلا من مصادر الكسب، وإنما هي مصدر تابع للمال أو للعمل. فالعامل يقل أجره كلما قلت مخاطرة عمله، ويزيد أجره كلما زادت مخاطرته. وكذلك المال المؤجر، يقل أجره بقلة المخاطرة التي يتعرض لها، ويزيد بزيادتها... (المصري رفيق يونس، المصدر نفسه، ص 107)

نقل مخاطرة المال إلى المقترض، وإذا قدم ماله قراضاً (مضاربة)، احتفظ بملك المال واحتفظ ببقاء المخاطرة عليه⁽¹⁾.

ويعترف الاقتصاديون بأن محاولة فصل المخاطر عن الملكية تؤدي إلى مخاطر أخلاقية ربما تجعل الوضع أسوأ مما كان عليه بسبب تناثر المصالح واختلال الحوافز. كما أن السماح بالحصول على الربح قبل ثبوت الملكية المستلزمة للضمان يؤدي إلى غلبة المجازفات الضارة على النشاط الاقتصادي، كما هو الحال بأوضح صورة في المشتقات. فاختلال علاقة المخاطر بالملكية يؤدي إلى غياب التوازن المثالي بين كراهة المخاطر وبين روح المغامرة. فالإفراط في أحد هذين الجانبين سيؤدي إلى إفراط مقابل في الجانب الآخر، وهذا يؤكد أن غياب عنصر الملكية في توازن تفضيلات المخاطر سيؤدي إلى تفاقم المخاطر وليس انحسارها.

وقد سبقت الشريعة الإسلامية في إرساء أسس العلاقة بين المخاطر والملكية من خلال قاعدة "الخراج بالضمان". كما أنها بتحريم الربا والميسر تكون قد رسمت الحدود العامة للمخاطر المقبولة والممنوعة، وميزت بوضوح بين المخاطر اللازمة للنمو الاقتصادي وتلك المنافية له. فالربا تجريد للملكية عن المخاطر، والميسر تجريد للمخاطر عن الملكية، وهما متلازمان بطبيعة الحال. ولذلك لم يكن غريباً أن يكون الربا والميسر هما أصول المبادلات المحرمة. وهذان النوعان من المخاطر هما اللذان أشار إليهما ابن تيمية رحمه الله في النص التالي: "الخطر خطران: خطر التجارة، وهو أن يشتري السلعة يقصد أن يبيعها بربح، ويتوكل على الله في ذلك. فهذا لا بد منه للتجار،...، وإن كان قد يخسر أحياناً، فالتجارة لا تكون إلا كذلك. والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل مال الناس بالباطل، فهذا الذي حرمه الله ورسوله". فالمخاطر المرتبطة بالتجارة هي مخاطر الملكية التي لا ينفك عنها النشاط الاقتصادي. أما المخاطر التي تؤدي إلى المبادلات الصفرية⁽²⁾، أو أكل المال بالباطل، فهي مخاطر في حقيقتها مستقلة عن الملكية⁽³⁾.

وموقف الشريعة من اشتراط تبعية المخاطرة للملكية يتفق تماماً مع طبيعة الخطر وحقيقته. فالخطر مفهوم احتمالي وهو ناتج عن جهل الإنسان وقصور علمه بحقائق الواقع. وإلا فإن الخسارة إما أن توجد أو لا توجد، ولا واسطة بين الأمرين. فالخطر مفهوم مجرد لا يوجد إلا في الأذهان، بسبب الجهل والعجز عن الإحاطة بالحقائق الكونية، ولا يمكن أن يوجد في الأعيان. وإذا كان الخطر لا

(1) المصري رفيق يونس، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 106

(2) وهي المبادلات التي لا يكسب فيها طرف إلا بخسارة الآخر، في هذا النوع من المبادلات لا توجد إمكانية انتفاع الطرفين معاً، بل إذا انتفع أحدهما تضرر الآخر ولا بد. وهذا يعني أن هذه المبادلات لا تخدم مصالح الطرفين، ومن أوضح الأمثلة على المبادلات الصفرية القمار، حيث يدفع أحد الطرفين للآخر بناء على نتيجة آلة القمار العشوائية، فما يكسبه أحدهما هو ما يخسره الآخر... (السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 84)

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، المصدر نفسه، ص 65-66

يوجد خارج الذهن البشري فمن المتعذر أن تتم مبادلتها. فما يتم تبادله فعلا وواقعا هو النقد بالنقد، كما هو واضح في عقود المشتقات وعقود التأمين التجاري. ونظرا لأن العوضين غير متساويين، فإن صافي العقد ينتهي إلى دفع نقد دون مقابل، فيكون من أكل المال بالباطل، أو مبادلة صفرية بحسب الاصطلاح الاقتصادي⁽¹⁾.

ومما تقدم ندرك جسامه الخطأ الذي وقع فيه كثيرون عندما دعوا إلى وأد المخاطرة بالمعنى الإيجابي المتقدم أو تحجيمها أو ترحيلها إلى الغير بذريعة حفظ المال باعتباره مقصداً شرعياً، ومن هنا جاء التنظير لمشروعية التأمين التجاري ولمشروعية المشتقات المالية كأساليب لإدارة المخاطر المصرفية والاستثمارية، وهو تنظير في غاية العقم والخطورة⁽²⁾.

3. الغرر اليسير والغرر الفاحش

وهذا التقسيم الذي ذكره شيخ الإسلام يتفق مع أنواع الغرر. فحقيقة الغرر أنه مبادلة احتمالية تؤدي إلى انتفاع أحد الطرفين على حساب الآخر، وهو من أكل المال بالباطل كما أشار لذلك ابن تيمية. ولا خلاف بين الفقهاء في منع هذا النوع من المبادلات، كما في بيع البعير الشارد ونحوها. وإنما يقع الإشكال إذا كانت المعاملة تحتل انتفاع الطرفين، وتحتل أيضا انتفاع أحدهما وتضرر الآخر، كما هو الحال في الجعالة والعربون ونحوها مما وقع فيه الخلاف بين العلماء. فانتفاع الطرفين نتيجة إيجابية لا يمنعها الشرع بل هي مقصود كل المبادلات النافعة، وهي مصدر توليد الثروة. أما انتفاع أحد الطرفين على حساب الآخر فهو نتيجة صفرية ممنوعة شرعا لأنها أكل للمال بالباطل. فإذا وجدت مبادلة تحتل النتيجة الإيجابية وتحتل النتيجة الصفرية، فالحكم مبني على الأغلب من هذين الاحتمالين.

فإذا كان احتمال النتيجة الصفرية التي تتضمن أكل المال بالباطل كبيرا كان ذلك من الغرر الكثير الفاحش الذي يفسد المعاملة. وإذا كان احتمال النتيجة الإيجابية التي ينتفع بها كلا الطرفين هو الأرجح وهو المقصود من المعاملة، كانت المعاملة جائزة شرعا وإن تضمنت احتمال النتيجة الصفرية. لكن لما كانت النتيجة الصفرية في هذه الحالة قليلة الوقوع وغير مقصودة للطرفين، كانت من الغرر اليسير المغتفر شرعا. ولهذا يختلف العلماء في هذه المسائل بحسب تغليبهم أحد الجانبين على الآخر. فمن غلب النتيجة الإيجابية حكم بالجواز واعتبر النتيجة الصفرية من الغرر اليسير. ومن غلب النتيجة الصفرية حكم بالمنع لأنه يرى أن الغرر كثير لا يمكن اغتفاره. لكن المبدأ يكاد يكون محل اتفاق، وهو أن الحكم يتبع الأغلب من الاحتمالين⁽³⁾.

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 69

(2) السبهاني عبد الجبار، في المخاطرة ومعناها، المصدر سبق ذكره.

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، المشتقات المالية تعرض الاقتصاد للخسارة مرتين، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2006/07/15/article_48101.print، تم الاطلاع على المقال في: 2009/09/15

1.3. ضابط التفريق بين الغرر اليسير والغرر الفاحش

والضابط الذي يستخدمه الفقهاء هو تقدير انتفاء الجهالة أو اللاتيقين من المبادلة، ثم النظر في إمكانية حصول التبادل. فالمبادلة الصفريّة لا يمكن أن تتم لو علم الطرفان مسبقاً بالنتيجة التي ستنتهي إليها. وهذا ينطبق على عقود المشتقات والتأمين التجاري وسائر صور القمار والمراهنة. فلو كانت النتيجة معلومة سلفاً لامتنتعت المبادلة لأن الطرف الخاسر لن يقبل الدخول فيها، فعلم أن هذه المبادلة لا يمكن أن تحقق مصالح الطرفين معاً. وهذا بخلاف المبادلات الإيجابية النافعة، فإنها يمكن أن تتعقد ولو انتفتت الجهالة ابتداءً لأنها تحقق مصالح الطرفين. بل إذا انتفتت الجهالة منها كان أدعى للدخول في المبادلة إذا علم الطرفان أن النتيجة الإيجابية هي التي ستتحقق، لأن هذا ينفي أي مخاطر قد تصد الأطراف عن إتمام المبادلة⁽¹⁾.

■ الاختيارات المالية وبيع العربون

وهذا المعنى ينطبق على الاختيارات المالية (financial options)⁽²⁾، حتى ولو تضمنت تملك الأصل محل العقد وسائر الشروط الشكلية لبيع العربون، وذلك أن هدف العقد باعتراف الطرفين هو المجازفة والمراهنة على السعر. والمشتري للاختيار (خيار الشراء مثلاً) لا ينفذ الشراء إلا إذا ارتفع سعر الأصل، وبذلك يربح الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وإلا خسر ثمن الاختيار أو العربون.

ويتضح البعد الصفري لهذه العملية بتطبيق ضابط الجهالة المذكور سابقاً، فلو كان مشتري الخيار يعلم مسبقاً أن ثمن الأصل سينخفض لما دفع ثمن الاختيار أو العربون. ولو علم البائع أن الثمن سيرتفع لما رضي بالدخول في العقد لأنه كان سيربح من ارتفاع الثمن أكثر من قيمة العربون. فإذا كان هذا هو مقصود العقد فإن المعاملة في الحقيقة تصبح صفريّة وإن كانت تتضمن عوضاً مقابل الثمن. ولذلك يؤول الحال بهذه العقود إلى أن تنتهي بالتسوية على فروق الأسعار لأنه لا مصلحة للطرفين من نقل الملكية، كما هو الحاصل بالضبط⁽³⁾.

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 91-93

(2) وهي عقود لمنح حقوق لشراء أو بيع أشياء معينة بثمن معين، ومحل تلك العقود التزام على بائعها، وليس محل البيع الأشياء المستهدف بيعها أو شراؤها. فإنها لا تندرج في العقود المالية المباشرة لتمليك وتملك السلع (المعاوضات) ومع ذلك تجعل من الإرادة والمشيئة محلاً للتعاقد فهي تقوم على الاعتياض عن إعطاء حق الشراء أو حق البيع وهي حقوق غير مالية، ولا تجيز الشريعة أن تكون محلاً للمبادلة الرضائية الحقيقية ولو اتجهت إليها إرادة بائع حق الاختيار ومشتريه، فهذا الرضا لا قيمة له لأنه يفقد معنى المتاجرة... (أبو غدة عبد الستار، (2009): ضوابط تطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون)، المؤتمر الدولي الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية المنعقد يومي 18 و19 ماي 2009، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين ص7)

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، المصدر نفسه، ص94

أما بيع العربون⁽¹⁾، فإنه بيع يتردد بين انتفاع الطرفين إن أمضى المشتري البيع، وبين انتفاع البائع وخسارة المشتري إذا ألغى البيع وخسر المشتري العربون. لكن مجرد احتمال النتيجة الصفرية لا يستلزم أن تكون المعاملة من الغرر الممنوع، لأن المقصود من بيع العربون هو البيع الذي يحقق مصلحة الطرفين.

وبهذا يتبين الفرق بين العربون وبين الاختيارات المالية، فالأول مقصوده التبادل الحقيقي الذي ينتفع به الطرفان، ولهذا يسمى اختيار حقيقي (real option). أما الثاني فمقصوده هو المجازفة على السعر، والمجازفة لا تسمح بانتفاع الطرفين بطبيعة الحال. فإن ربح أحدهما كان الآخر خاسرا وبالضرورة، ولذلك يدخل ضمن المبادلات الصفرية باعتراف أهل الاختصاص، فيكون من الغرر الممنوع. فالعربون مبادلة غير صفرية، أما الاختيارات المالية فهي مبادلات صفرية⁽²⁾.

■ المستقبلات والسلم

وهذا يظهر بصورة أكبر في المستقبلات (futures)⁽³⁾ التي تتم في الصورة على أصول أو سلع، لكن المقصود هو المراهنة على السعر، ولذلك تتم التسوية في الغالب الأعم (99% من الحالات) عبر فروق الأسعار. لكن الشريعة الإسلامية من خلال بيع السلم⁽⁴⁾ كانت أسد نظرا حين اشترطت تعجيل الثمن كاملا إذا كان المبيع دينا في الذمة، سدا لباب المجازفات الضارة. فإن تعجيل الثمن يلزم المشتري بطلب السلعة ومن ثمة إتمام المبادلة الحقيقية النافعة. أما الدين بالدين فهو يفسح المجال للمجازفات التي تنتهي بالتسوية على فروق الأسعار، كما هو الحاصل فعلا. فتعجيل الثمن يرجح المبادلة الايجابية على المبادلة الصفرية.

ومن هنا تظهر حكمة الشريعة الإسلامية في تحريم الدين بالدين أو الكالئ بالكالئ، الذي ورد به النص وانهقد عليه الإجماع عبر القرون. فإن هذا الحكم يؤكد أن التبادل لا بد أن يكون مقصوده الانتفاع الحقيقي بالسلع محل التعاقد. أما الدين بالدين فهو مبادلة دين بآخر، ولا يوجد حين التعاقد قبض يسمح بالانتفاع. فمقصود العقد هو مبادلة ضمان بضمن، بحيث يتحمل الطرف الأول

(1) وهو ليس إلا خيار بالنسبة للمشتري يعطيه حق الفسخ، ولكنه يخسر المبلغ المعجل (غالبا) باسم العربون، لتعويض البائع الذي حبس سلعته من السعي لبيعها لآخرين غير المشتري مع حق العربون، وهو جزء من ثمن السلعة وليس مقابل حق الفسخ، فإذا تنازل المشتري عن الحق اعتبر جزءا فعليا من الثمن المطلوب تكملته، وإذا استخدم حقه في الفسخ خسر ذلك العربون واعتاض به البائع الذي عادت إليه السلعة للبحث عن مشتري آخر. ومن شرط العربون تحديد المدة، واحتفاظ البائع بمحل العقد الذي فيه العربون، فليس له التصرف فيه، كما أن حق العربون ليس قابلا للتداول... (أبو غدة عبد الستار، المصدر سبق ذكره، ص 8)

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 90

(3) فيها تأجيل البدلين، وهو ممنوع شرعا لأنه لا يفيد التملك الفوري لأحد البدلين والحق في التصرف فيه، وهي الغاية من العقود. فالحيلولة دون تملك المشتري للسلعة، والحيلولة دون تملك البائع للثمن يخالف مقتضى العقود، ووجوب الوفاء بها والانتفاع بمحلها... (أبو غدة عبد الستار، المصدر سبق ذكره، ص 7)

(4) السلم يحقق تملك البائع للثمن وانتفاعه به، وحصول المشتري لاحقا على السلعة بثمن أرخص من السوق... (أبو غدة عبد الستار، المصدر نفسه، ص 4)

مخاطر أحد البديلين مقابل أن يتحمل الطرف الثاني مخاطر البديل الآخر. فهو عقد مقصوده مبادلة المخاطر، كما هو الحال في المستقبلات، وليس مقصوده ملكية السلع الحقيقية التي يراد الانتفاع بها. فمنع هذا العقد يتفق مع منهج التشريع في تحريم الغرر ومنع المعاوضة على الضمان. ولذلك جاز عقد الاستصناع⁽¹⁾، مع كونه يتضمن تأجيل البديلين، لأن المقصود هو الانتفاع الفعلي بالمصنوع وليس مجرد الضمان، كما يتجلى ذلك باشتراط العمل الذي يميز الاستصناع عن السلم⁽²⁾.

4. الغرر والاقتصاد الحقيقي

الغرر ينتهي إلى نتيجة واحدة وهي انفصام الالتزامات المالية عن النشاط الحقيقي. وهذا أوضح ما يكون في حالة المشتقات غير المغطاة⁽³⁾، إذ يتم الرهان على أصل واحد مرات متعددة، مما يؤدي إلى نشوء التزامات مالية (ديون) أكبر من الأصول الفعلية. وحتى في حالة المشتقات المغطاة فإن التعويض أو قيمة العقد غير مقيدة بقيمة الأصل بل بحسب ما يتراضى عليه الطرفان. والتمويل بالفائدة أيضا يؤدي إلى تضاعف الالتزامات المالية بأكثر بكثير من حجم الأصول أو العمليات التي تولد الدخل اللازم للوفاء بهذه الالتزامات.

ولهذا نجد أن القيمة الاسمية للمشتقات أضعاف قيمة الناتج المحلي، كما أن مقدار الديون في الاقتصاد الأمريكي كذلك. فالغرر والربا مع كونهما متلازمين فهما يؤديان إلى نتيجة واحدة: تراكم الديون والالتزامات المالية بما يتجاوز الدخل الحقيقي والنشاط الاقتصادي، وهذا هو الهرم المقلوب. ولا مفر حينئذ من الانهيارات والكوارث لتصحيح هذه الاختلالات المتتابة، كما هو حال الرأسمالية اليوم⁽⁴⁾.

5. منهج تطوير الأدوات الإسلامية للتحوط

وبناء على ما سبق فإن الأدوات الإسلامية المناسبة للتحوط (خاصة الأدوات القائمة على المعاوضة) هي أدوات إيجابية مولدة للثروة وإن كانت تتضمن نقل المخاطر من طرف لآخر. لكن هذا التبادل للمخاطر ليس هو أساس المبادلة، وإنما أساس المبادلة هو النتيجة الإيجابية التي تسمح بانتفاع الطرفين، أما تبادل الخطر فهو تابع لتوليد الثروة. وبهذا يمكن للأدوات الإسلامية أن تحقق مصلحة تبادل المخاطر دون أن تؤدي إلى المفاصد التي تتضمنها المشتقات المالية.

(1) وفي الاستصناع يكون المبيع مواد تدخلها الصناعة فانه يجوز تأجيل جميع أو بعض الثمن أيضا، لأنه بوجود عنصر العمل للتصنيع تأخذ شيئا من الإجارة، وهي منفعة مؤجلة مرتبطة بالزمن المستقبل ويجوز تأجيل أجرتها، وهذا التأجيل للمبيع يقتضيه عنصر التصنيع وهو غرض مقصود للمشتري... (أبو غدة عبد الستار، المصدر سبق ذكره، ص4)

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 94-96

(3) المشتقات غير المغطاة يكون فيه المستثمر ليس مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها ، على عكس المشتقات المغطاة حيث يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

(4) السويلم سامي بن إبراهيم، المصدر نفسه، ص102

ومن أمثلة ذلك استخدام المربحة⁽¹⁾ للتحوط من مخاطر تقلبات العملة. فبدلاً من إبرام المستقبلات على العملات مع البنك الضامن لمخاطر الصرف بعقد منفصل عن السلع المقصودة بالتبادل، يمكن ترتيب عملية مربحة بحيث يتحمل البنك الضامن مخاطر سعر الصرف من خلال شراء السلعة المطلوبة بعملة ثم بيعها للمستفيد بالعملة الأخرى. وإذا كانت المربحة تستخدم للتمويل فيمكن استخدامها كذلك للتحوط. وكما أن المربحة بغرض التمويل مقبولة شرعاً لأنها تجعل التمويل جزءاً لا ينفك عن التبادل الحقيقي ويصبح المقصود النهائي من المعاملة هو النشاط المولد للثروة، فكذلك إذا كانت بغرض التحوط، فهي مشروعة أيضاً للسبب نفسه. فالمنطق الإسلامي واحد في الأمرين، وهو ربط التعاملات المالية بالنشاط الحقيقي المنتج. وهذا الربط لا بد أن يكون على مستوى العقد وليس مجرد النية أو الهدف العام، فلا بد من تحقق شروط القبض والضمان والملكية لتكون المعاملة مقبولة شرعاً، ومن ثم محققة لأهدافها الاقتصادية⁽²⁾.

6. ميزة النظام الإسلامي في التعامل مع الخطر

تكمن في أمرين:

1.6. توسيع قاعدة المخاطرة بإشراك الممول مع المستثمر في الربح والخسارة

ميزة الاستثمار الإسلامي في خروجه من المداينات إلى المشاركة التي توسع قاعدة المخاطرة مما يهون تحملها على خلاف الاستثمار التقليدي الذي تتركز فيه المخاطر وتُعظم وطأتها على فئة المنظمين في القطاع الحقيقي وعلى شركات التأمين في القطاع المالي، مما يجعل النشاط الاقتصادي رهين بمزاج تلك الثلة وتقديرها لمستقبل الاستثمار.

2.6. إرساء المخاطرة وعدم ترحيلها إلى الغير

لقد بني النظام المالي المعاصر على أسس فاسدة مالياً قبل أن تكون فاسدة شرعياً، ومن وجوه فساد هذه الأسس المالية السعي إلى فك الارتباط بين مغامرات الاستثمار ومخاطراته، ومن وجوه فسادهما سماحها بنقل هذه المخاطرة إلى الغير عبر صنوف المشتقات، ونسوا أن المخاطر محكومة بقانون ربما له دقة قوانين الفيزياء، فهي تلد مع الاستثمار ولا تفنى إلا بفنائها⁽³⁾.

(1) في المربحة يطلب الزبون من المصرف الإسلامي شراء سلعة من مورد (شخص ثالث) بسعر حال (أي نقداً) ويعدّه أن يشتريها منه بئمن أجل يربح فيه المصرف مبلغاً أو نسبة يتفقان عليها. وبعد شراء السلعة من قبل المصرف الإسلامي واستلامها يعقدان بينهما بيعاً جديداً بئمن يتضمن ربها للمصرف ويدفع في وقت أجل.

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، المشتقات المالية تعرض الاقتصاد للخسارة مرتين، المصدر سبق ذكره.

<http://al->

(3) السبهاني عبد الجبار، الهندسة المالية الإسلامية وصناعة التحوط، الموقع الإلكتروني:

sabhany.com/index.php/2012-08-21-01-20-08، تم الاطلاع على المقال في: 2013/10/22

المطلب الثالث: العلاقة بين الربا والغرر

العلاقة بين الربا والغرر وثيقة من عدة جوانب، وهي تبين تكامل وتناسق مبادئ التمويل الإسلامي وقواعده، ويمكن حصرها في:

1. الإخلال بالتوازن

العقود المالية نوعان، نوع يتطلب إرادتان، وهو ما نسميه بعقود المعاوضات والمشاركات، وتتقابل هاتان الإرادتان وتلتقيان على أمر مشترك، يؤدي إلى صون مصالح الطرفين أو تعظيمها. وإلا لما دخل الشخص في ذلك العقد. أما النوع الثاني فيحتاج إلى إرادة واحدة مؤثرة، وهي عقود التبرعات. ومنها الوصايا، لأن الوصية نوع من التبرع أيضا. ففي التبرعات نجد مُعطياً مانحاً ينشئ العقد ويؤثر فيه. وإن تطلبت بعض القوانين (كما هو الشأن في الشريعة الإسلامية نفسها) إرادة ثانية فإن هذه الإرادة الثانية ليست فاعلة مؤثرة منشأة للعقد، وإنما هي إرادة ثانوية ينحصر دورها بحق الرفض فقط، فلها أن تقبل هذا العطاء أو ترفضه.

والعقود المالية التي تتطلب إرادتين يشترط فيها التوازن بين ما يأخذ العاقد وما يعطي. بمعنى أن تتكافأ المنافع للطرفين من هذا العقد. فإذا لم تتكافأ أو تتوازن الم رافع لطرفي العقد، كان العقد المالي إما باطلا، أو قابلا للطعن فيه. فعقد القرض الربوي مثلا يفتقد شرط التوازن، لأن فيه مقابلة بين زيادة مالية محققة هي مقدار الربا للطرف المقرض. أما ما يحصل عليه الطرف الآخر فهو احتمال انتفاع، قد يتحقق وقد لا يتحقق، بل قد يتحقق عكسه أيضا. فعقد القرض الربوي هو إذا مبادلة ما يسميه الفقهاء "عينا بوهم"، وهو ما يجعله مفتقدا إلى عنصر التوازن. ومن أمثلة عدم التوازن في العقود المالية ما يعرف بعقود الغرر، فبيع حصان شارد تائه في الغابة لا يعرف وجوده من عدمه أو لا تعرف حالته التي هو عليها من كسر في قوائمه أو غير ذلك بمبلغ نقدي محدد، هو من بيع الغرر فهو أيضا من العقود التي تخل بمبدأ التوازن، لذا رفضته الشريعة. وكذلك أيضا العقد الذي يتضمن دفع مبلغ محدد مقابل فرصة لتحقيق كسب مادي، مثل عقود القمار أو الناصيب، فهو عقد يفتقد شرط التوازن، لأنه مبادلة مقدار من المال بفرصة أو حظ، قد تتحقق فيه منفعة وقد لا تتحقق. فهو إذن يفتقد إلى شرط التوازن أيضا⁽¹⁾.

2. الابتعاد عن الواقعية

وهو من المعايير الأساسية التي تكتسي أهمية خاصة. فالتمويل قطاع مساعد للقطاعات الإنتاجية التي تنتج السلع والخدمات. ويعني معيار الواقعية أن لا يمول إلا ما هو سلعة حقيقية أو عمل

(1) منذر قحف، (2011): أساسيات التمويل الإسلامي، الطبعة 02، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA: كوالالمبور، ماليزيا، صص 22-23

حقيقي، وأن يستبعد تمويل النشاطات التي لا تستند إلى الحقيقة الواقعية كما هي مجردة في عالم الواقع، مما لا تعتبره الشريعة مالا أصلا بسبب ابتعاده عن الحقيقة واقترابه من التخيلات والأوهام. ومعيار الواقعية يعني أن لا تستعمل الموارد في أصول متخيلة ليس لها حقائق على الأرض. مثال المؤشرات (indexes) أو الخيارات (options). فالمؤشرات مثل مؤشرات أسواق الأسهم ومؤشرات أسعار السلع كالبتروول والسكر والنحاس ومؤشرات أسعار العملات كالدولار واليورو وغيرها تقدم معلومات ذات دلالة كبيرة، وهي أدوات مهمة في فهم تحركات الأسواق والأسعار. ولكن هذه المؤشرات ليست بذاتها أموالا حقيقية مادية كانت أم معنوية. إذ أن المؤشرات إنما هي عمليات حسابية، وبالتالي يتعارض تملكها أو بيعها وشرائها مع مبدأ الواقعية.

أما الاختيارات فإنما هي عقود ابتكرتها الأسواق المالية كأسلوب للمضاربة يبتعد عن الحقيقة الواقعية، بمعنى أن تملك الاختيار ليس تملك لجزء من الشركة، كما هو الشأن في تملك السهم. فلا تقبل الشريعة أيضا تمويلها، ولا تمويلها، ولا تملكها، ولا بيعها ولا شرائها. فالاختيار هو حق بشراء (أو بيع) سهم أو سلعة في الأسواق العالمية المنظمة، خلال فترة زمنية محددة أو عند نهايتها. يتمثل هذا الحق في عقود ابتكرتها الأسواق المنظمة بهذا الاسم، يتم بيعها أو شراؤها مستقلة عن السهم أو السلعة التي هي حق بشرائها أو بيعها. فلو أن إنسانا امتلك سهما في شركة من الشركات وآخر امتلك اختيارا لشراء سهم لتلك الشركة نفسها. فإن ارتفاع قيمة السهم يزيد في ملك ماله، مما يعني أنه يمثل ارتفاعا في تقويم السوق لتلك الشركة (زيادة الطلب) أو زيادة حقيقية في موجودات الشركة وممتلكاتها. الأمر الذي يجعل مالك السهم أكثر ثراء نتيجة لارتفاع قيمة سهمه. ولكن ما الذي يبرر الزيادة التي يحصل عليها مالك الاختيار الذي هو حق بشراء سهم لتلك الشركة؟ فهو لم يمتلك ذلك السهم فعلا حتى نقول أن ملكه قد زاد. إن استحقاق مالك الاختيار لزيادة مماثلة لما استحقه مالك السهم ليس له مبرر حقيقي، إذ لم يملك أي شيء في تلك الشركة، وإنما امتلك شيئا متخيلا يعكس كالمراة التغيرات التي حصلت لمالك السهم. لذلك يفتقد الاختيار إلى عنصر الواقعية، فلا يقع ضمن حدود التمويل الإسلامي.

ومن أمثلة فقدان الواقعية أيضا الزيادة في الديون بسبب الزمن، فإن الدين لا يولد في الحقيقة أي زيادة، لأنه بطبيعته أمر معنوي، غير قابل للزيادة، إلا إذا أضفنا إليه افتراضات تعسفية غير واقعية. فالفائدة نفسها أو الربا إنما هي زيادة افتراضية، غير واقعية لأن الدين لا يولد إضافة، أو ديناً صغيراً. ومن ثمة فإن الربا يفتقد إلى معيار الواقعية الذي يتطلبه التمويل الإسلامي⁽¹⁾.

3. الزمن والمخاطرة

(1) منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 25-26

الربا في جوهره معاوضة على الزمن استقلالا، وهذا هو المبرر الذي يذكره المدافعون عن الفائدة، أنها قيمة الأجل والتأخير. بينما جوهر الغرر، وهو القمار، معاوضة على الخطر استقلالا أيضا، كما يتضح في المشتقات والتأمين التجاري وفي سائر صور الرهان. فإذا كانت المعاوضة على الزمن استقلالا غير مقبولة في التمويل الإسلامي، فهذا يستلزم بالضرورة منع المعاوضة على الخطر استقلالا كذلك. فتحریم الربا يستلزم تحريم الغرر والعكس صحيح.

4. ما في الأذهان وما في الأعيان

إذا كان الزمن هو احتمال تحقيق ربح، فإن الخطر هو احتمال حصول خسارة. فإذا كان غير مقبول المعاوضة المجردة على احتمال تحقيق الربح، فلن يكون مقبولا المعاوضة المجردة على احتمال وقوع خسارة. وكلا الاحتمالين إنما يوجد في الأذهان ولا يوجد في الأعيان. فاحتمال الربح يعني فرصة تحقيق عائد، ولكن هذه الفرصة إنما توجد في الأذهان. أما في الواقع فإما أن يوجد الربح أو لا يوجد. وكذلك احتمال الخسارة أو الخطر إنما يوجد في الأذهان، أما في الواقع فإما تقع الخسارة أو لا تقع، ولا واسطة بين الأمرين. وهذه العوامل يجوز اعتبارها تبعا في المبادلات الاقتصادية لكن لا يجوز أن تستقل بالمعاوضة تماما كما في طبيعتها، إذ هي توجد تابعة ولا تستقل بالوجود، بمعنى أنها وصف ذهني لأشياء توجد في الخارج، لكنها لا توجد استقلالا. فلكونها تابعة من حيث الوجود صارت تابعة من حيث الحكم، وهذا من كمال الشريعة الإسلامية.

5. العدل

القاعدة الشرعية التي تمثل ميزان العدل في المعاملات المالية هي "الخارج بالضمان"، أي أن استحقاق العائد والغلة والمنفعة من سلعة أو أصل ما مرهون بتحمل مخاطر الأصل تبعا لملكيته. فمن لا يتحمل مخاطر الأصل لا يستحق غلته وعائده ومن ثمة ربحه. والربا يناقض هذه القاعدة لأنه يسمح بحصول العائد دون تحمل المخاطر. فالفائدة على القرض هي بالنسبة للدائن ربح وعائد على المال الذي في ذمة المدين، ولكن هذا المال في ضمان المدين وليس في ضمان الدائن. فيكون الدائن قد حصل على غلة وعائد دون أن يكون ضامنا لأصله. فالمال ينمو في ذمة المدين وفي ضمانه، بينما لا يتحمل الدائن أي مخاطر تتعلق بالمال الذي في ذمة المدين. فهذا عين الظلم وأكل المال بالباطل. وبالمقابل فإن الغرر يناقض قاعدة "الخارج بالضمان" من الجهة الأخرى، إذ هو في جوهره ضمان بلا خارج. وهذا واضح في التأمين التجاري حيث تتحمل الشركة ضمان مخاطر العين دون أن يكون لها غلة العين ومنافعها. وكذلك الأمر في المشتقات مثل اختيار البيع (put option) واختيار الشراء (call option). فالمشتقات بطبيعتها هي نقل لمخاطر أصل معين من طرف لآخر مقابل رسوم أو ثمن محدد. فالطرف الذي يقبل المخاطر يصبح ضامنا لهذه المخاطر دون أن

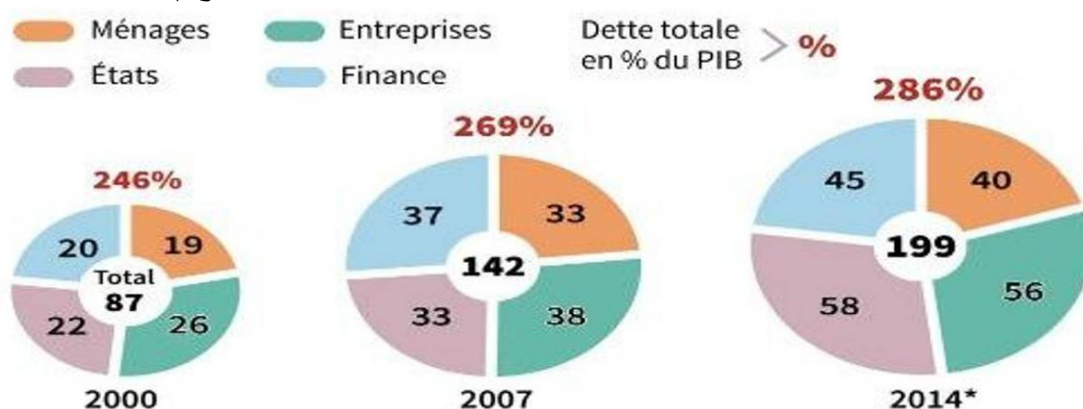
يكون مالكا للأصل ودون أن يكون له عائد ومنافعه. هذا إذا كانت المعاملة مغطاة (covered) أي أن الأصل مملوك للطرف الناقل للمخاطر. وفي الغالب فإن المشتقات تكون غير مغطاة (naked) أي أن الطرف المضمون له لا يملك الأصل محل العقد، كما سبق، فتكون المعاملة رهانا محضا بين الطرفين. لكن القدر المشترك بين الحالتين (المغطاة وغير المغطاة) هو المعاوضة على تحمل الخطر أي على الضمان. فالطرف الضامن يتحمل مخاطر أصل ما دون أن يكون له غلته وعائده، سواء كان المضمون له يملك الأصل أولا، فيكون ضمانا بلا خراج.

6. انفصال الالتزامات المالية عن الاقتصاد الحقيقي

الربا والغرر ينتهيان إلى نتيجة واحدة وهي انفصام الالتزامات المالية عن النشاط الحقيقي. وهذا أوضح ما يكون في حالة المشتقات غير المغطاة. إذ يتم الرهان على أصل واحد مرات متعددة، مما يؤدي إلى نشوء التزامات مالية (ديون) أكبر من الأصول الفعلية. وحتى في حالة المشتقات المغطاة فإن التعويض أو قيمة العقد غير مقيدة بقيمة الأصل بل بحسب ما يترضى عليه الطرفان. والتمويل بالفائدة أيضا يؤدي إلى تضاعف الالتزامات المالية بأكثر بكثير من حجم الأصول أو العمليات التي تولد الدخل اللازم للوفاء بهذه الالتزامات. ولهذا نجد أن القيمة الاسمية للمشتقات أضعاف قيمة الناتج المحلي، وكذلك الأمر بالنسبة للديون. فالغرر والربا مع كونهما متلازمين فهما يؤديان إلى نتيجة واحدة: تراكم الديون والالتزامات المالية بما يتجاوز الدخل الحقيقي والنشاط الاقتصادي، وهذا هو الهرم المقلوب الذي سبق الحديث عنه. ولا مفر حينئذ من الانهيارات والكوارث لتصحيح هذه الاختلالات المتتابة، كما هو حال الرأسمالية اليوم⁽¹⁾.

الشكل رقم (27): انفجار المديونية العالمية

مديونية إجمالية لكل قطاع (مليون دولار)



المصدر: L'endettement mondial explose, disponible sur le lien :

http://www.rtbf.be/info/economie/detail_l-endettement-mondial-explose-et-menace-la-croissance-selon-une-etude?id=8899570, consulté le : 11/02/2015

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 99-102

فقد كتبت مجلة الاكونوميست الأسبوعية البريطانية بتاريخ 2000/1/22 في مقال لها بعنوان: "الدين في أمريكا واليابان" ابتدأته بقولها: "إن تجربة السنوات العشر السابقة أفرزت قاعدة في غاية الأهمية بالنسبة للتنبؤ ببؤرة المشاكل الاقتصادية القادمة، إنها باختصار: "فتش عن الدين". وواصلت المجلة تحليلها قائلة: "فلاقتراض المفرط من قبل الشركات والأشخاص والحكومات كان السبب الرئيسي وراء الأزمات الاقتصادية التي حلت بكل من المكسيك ودول شرق آسيا وروسيا والبرازيل".

هذا الذي ذكرته المجلة يفسر جزءا كبيرا من الذي حدث في الولايات المتحدة الأمريكية ، فالعالم برمته غنيه وفقيره يقف على جبال من الديون المترتبة على الحكومات والأفراد والشركات، ولا يبدو أن وضعها سيعرف حدا أو حلا في القريب العاجل، اللهم إلا بحدوث هذه الكوارث وتبخر البلايين التي تراكمت عبر السنين في بضعة أسابيع، بل خلال ساعات في الكثير من الأحيان⁽¹⁾. وهذا الانفصال بين المشتقات والديون وبين الاقتصاد الحقيقي لابد أن يدفع ثمنه في النهاية الاقتصاد الحقيقي، لأن المشتقات وكذلك الديون لا وجود لها في الخارج بل هي التزامات في الذمة لابد من الوفاء بها بناء على الاقتصاد الحقيقي الموجود على أرض الواقع، ولابد أن يدفع ثمنها في النهاية المواطن العادي الذي لم يكن له أي علاقة بكل هذه المراهنات والمجازفات⁽²⁾.

(1) نقلا عن بلوافي أحمد مهدي، الأزمة المالية العالمية- أسباب وحلول من منظور إسلامي، المصدر سبق ذكره، ص ص 260-261

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 52

المبحث الثالث: دور التمويل الإسلامي غير الربحي في دعم واستقرار الاقتصاد الحقيقي

المطلب الأول: الأهمية الاقتصادية للتمويل غير الربحي

يقوم النشاط الاقتصادي على دعامين، لا يمكن أن يستغنى بأحدهما عن الأخرى: النشاط الربحي، والنشاط غير الربحي، ولا يوجد اقتصاد على وجه الأرض يقتصر على أحدهما، فالدول الرأسمالية اليوم تملك الكثير من البرامج والأنشطة، سواء الحكومية أو الخاصة، التي لا تهدف للربح، سواء في مجال التمويل أو التعليم أو الصحة أو غيرها. فالنشاط غير الربحي يمثل دعما وسندا للنشاط الربحي، كما أن النشاط الربحي يمثل موردا للنشاط غير الربحي، لذلك لا يمكن أن يستغنى أحدهما عن الآخر⁽¹⁾.

1. ماهية التقلبات الاقتصادية الدورية

يمكن اعتبار التقلبات الاقتصادية الدورية العادية إحدى الظواهر الملازمة للنشاط الاقتصادي ، حيث يرتبط عدم الاستقرار الاقتصادي بفترات ركود أو كساد أو حالات تضخم وبطالة. ويوجد اتفاق بين الاقتصاديين على أن لكل دورة أربع مراحل، مع وجود اختلاف في مسمياتها وهي⁽²⁾:

- **مرحلة الانتعاش:** ويطلق عليها أيضا التوسع، وفيها يميل المستوى العام للأسعار إلى الثبات، أما النشاط الاقتصادي في مجموعه فيتزايد تدريجياً، وينخفض سعر الفائدة، ويتضاءل المخزون السلعي نتيجة تزايد الطلبات على السلع، ويحصل توسع ملحوظ في الائتمان المصرفي مع توسع في التسويات والإيداعات.
- **مرحلة الرواج:** ويطلق عليها أيضا التوسع أو الازدهار أو الذروة ، لأنها تمثل النقطة المرتفعة في الدورة الاقتصادية، وتتميز بارتفاع مطرد في الأسعار، وتزايد حجم الإنتاج الكلي بمعدل سريع، وتزايد حجم الدخل ومستوى التوظيف حيث تصبح الطاقة الإنتاجية مستغلة بالكامل، ويبدأ ظهور النقص في العمالة وفي بعض المواد الخام الأساسية.
- **مرحلة الركود:** ويطلق عليها أيضا الانكماش أو الأزمة، وفيها يحصل هبوط تدريجي في مستوى الأسعار، وينتشر الذعر التجاري، وتستعيد البنوك قروضها من العملاء وترتفع أسعار الفائدة،

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، حوافز التمويل غير الربحي، مقالات في التمويل الإسلامي، على الموقع الإلكتروني:

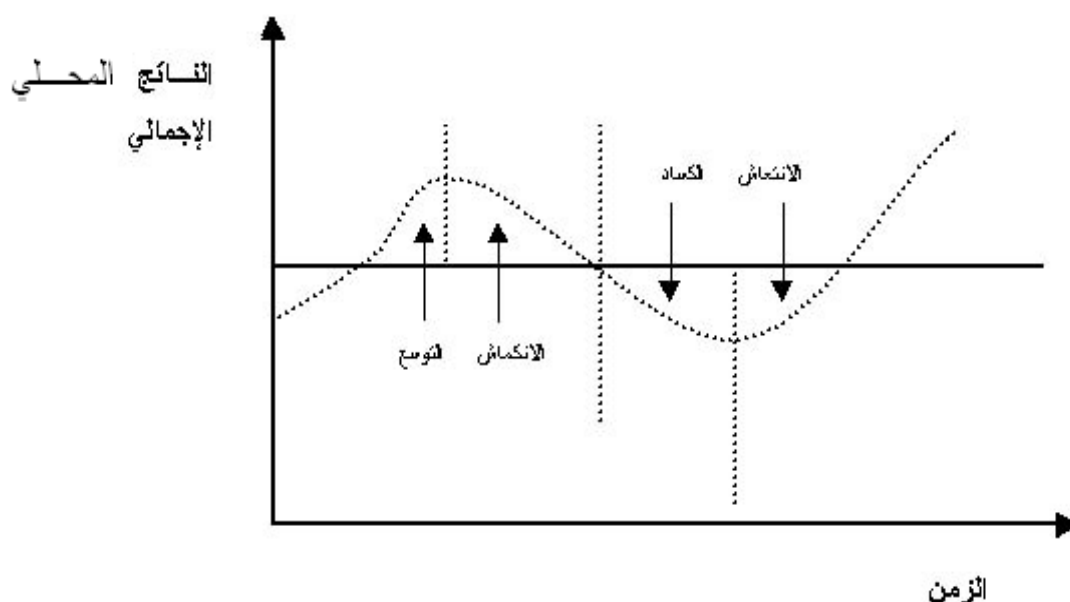
<http://www.kantakji.com/media/8343/n333.pdf>، تم الاطلاع على المقال في: 2011/07/02، ص 31-33

(2) صالح صالحي و غري عبد الحليم، (2009): كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية، **الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية** المنعقد يومي 05 و 06 ماي 2009، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر.

وينخفض حجم الإنتاج والدخل، وتترايد البطالة وحجم المخزون السلعي، وتتنخفض التسهيلات المصرفية مقابل ارتفاع في حجم الاحتياطي النقدي لدى البنوك وضعف التسويات والإيداعات المصرفية.

- **مرحلة الكساد** : الكساد هو الركود الشديد الذي تطول فترته، وتتميز هذه المرحلة بانخفاض مستوى الأسعار، وانتشار البطالة، وكساد التجارة والنشاط الاقتصادي في عمومها، وتعتبر أسوأ حالة في النشاط الاقتصادي، وتمثل النقطة المنخفضة في الدورة الاقتصادية. ويبين الشكل اللاحق تصورا لمراحل الدورة الأربع المذكورة.

الشكل رقم (28): الدورة الاقتصادية ومراحلها



المصدر: صالح و غربي عبد الحليم، المصدر سبق ذكره.

2. كفاءة التمويل غير الربحي في احتواء التقلبات الاقتصادية

تحدث التقلبات الاقتصادية لتصحيح الاختلالات التي تتراكم أثناء مرحلة الراج، لكي تعود السوق بعد ذلك مجددا نحو الازدهار، وعليه فإن محاولة تأخير التصحيح أو منعه من الوقوع ستؤدي إلى استفحال المشكلة، لأنها تسمح بتراكم مزيد من الاختلالات، فيكون التصحيح حينئذ أكثر ضررا وأشد تكلفة على الاقتصاد⁽¹⁾.

من أهم عوامل التقلبات الاقتصادية هو الصعود غير المنضبط الذي يصاحبه الإفراط في تسهيل الائتمان، مما يؤدي إلى مبالغة في قيم الأصول. هذا بدوره يشجع على الاستدانة برهن هذه الأصول، ما يزيد من ارتفاع أسعارها ومن ثم تصبح السوق في حالة فقاعة غير قابلة للاستمرار

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، السياسة الاقتصادية تجاه الأزمة المالية، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2009/01/11/article_182863.html، تم الاطلاع على المقال في: 2012/03/02

والنمو التلقائي.

ومشكلة النظام الرأسمالي أنه لم يحترم آلية السوق بما يكفي، فالتقلبات والدورات صعودا وهبوطا، جزء من آلية السوق الطبيعية، لذلك فإن معارضة هذه الآلية لن تعود إلا بالإخفاق. فعندما تكون الأسواق في حالة نمو وازدهار، يمنع أنصار السوق الحرة أي محاولة لإصدار قوانين أو تشريعات تقيد ممارسات المجازفين، ولكن عندما تظهر ملامح الأزمة يصبح التدخل الحكومي مطلبا ضروريا لإنقاذ الاقتصاد. بمعنى أن احترام آلية السوق يتحقق فقط في حالة الرواج والانتعاش، لكنه يختفي في حالة الكساد والانكماش⁽¹⁾!

ولا شك أن الأزمات الدورية المعاصرة هي نتيجة سياسات تأخير التصحيح الذي كان يتطلبه الاقتصاد، فالأنظمة التي تزعم أنها تحترم الأسواق لم تكن في حقيقة الأمر تحترمها بما يكفي لتجعلها تصحح نفسها بنفسها، بل بقيت تحفز الأسواق بضخ كميات هائلة من السيولة. غير أن التوجه نحو القطاع الخيري هو أفضل السياسات لمواجهة الأزمات الاقتصادية. وقد تطور القطاع الخيري بشكل كبير في الدول الغربية، فمع بداية عام 2005 تم إدراج العمل التطوعي في مسودة الدستور الأوربي ثم في الميثاق الأوربي، كأحد النشاطات الاجتماعية الإستراتيجية لدول المجموعة الأوربية⁽²⁾.

وإذا تم استخدام مفهوم الدورة الاقتصادية، فسيكون دور القطاع الخيري في حالة الرواج والانتعاش، وفي حالة الركود والكساد كالتالي:

2.1. أهمية التمويل غير الربحي في مرحلة الرواج والانتعاش

إن القطاع غير الربحي الذي تمثله الهيئات الخيرية والمؤسسات الاجتماعية والتنمية يسمح باحتواء الآثار السلبية للقطاع الربحي الممثل بالسوق دون تشويه آلية عملها أو منعها من تصحيح الاختلالات التي تعتور النشاط الاقتصادي. فالنشاط غير الربحي يرشد الإنفاق من خلال توجيهه نحو القطاعات الأكثر احتياجا في المجتمع. هذا الترشيح من شأنه أن يحد من الإفراط في توسع الأسواق، ومن ثمة يقلل فرص الهبوط والانكماش. كما أن النشاط غير الربحي يعمل على إعادة توزيع الثروة التي يحد من تركزها لدى فئة قليلة، ومن ثمة يسمح باستمرار النمو الاقتصادي⁽³⁾.
مثلا هو مبين في الشكل التالي:

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، التقلبات الاقتصادية في النظام الإسلامي، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع الإلكتروني:

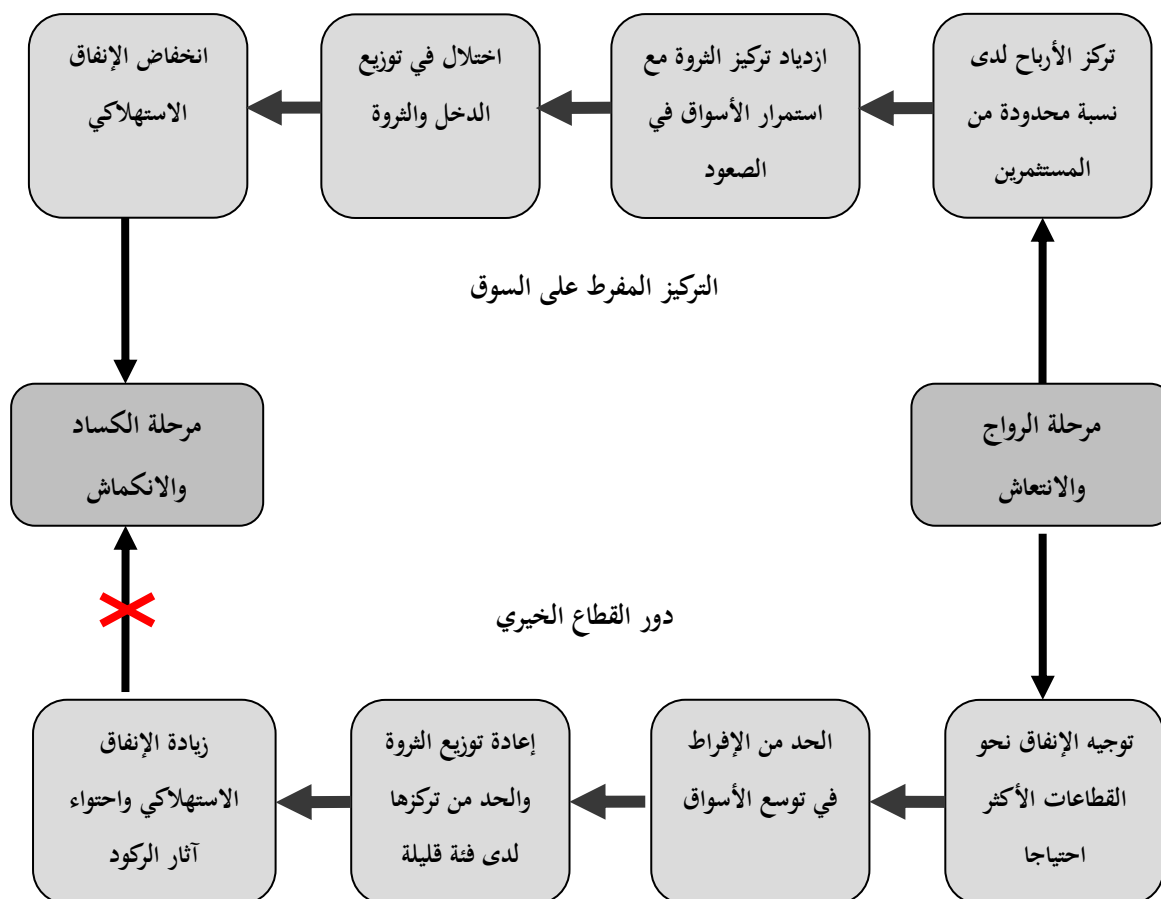
http://www.aleqt.com/2008/11/09/article_162545.html، تم الاطلاع على المقال في: 2010/19/13

(2) طارق عبد الله، (2009): الدولة والوقف في القرن الحادي والعشرين، من الوصاية إلى الشراكة، مجلة المستقبل العربي (العدد 361)،

مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، ص 100

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 75

الشكل رقم (29): دور القطاع الخيري في مرحلة الرواج والانتعاش



المصدر: صالح و غربي عبد الحليم، المصدر سبق ذكره.

2.2. أهمية التمويل غير الربحي في مرحلة الركود والكساد

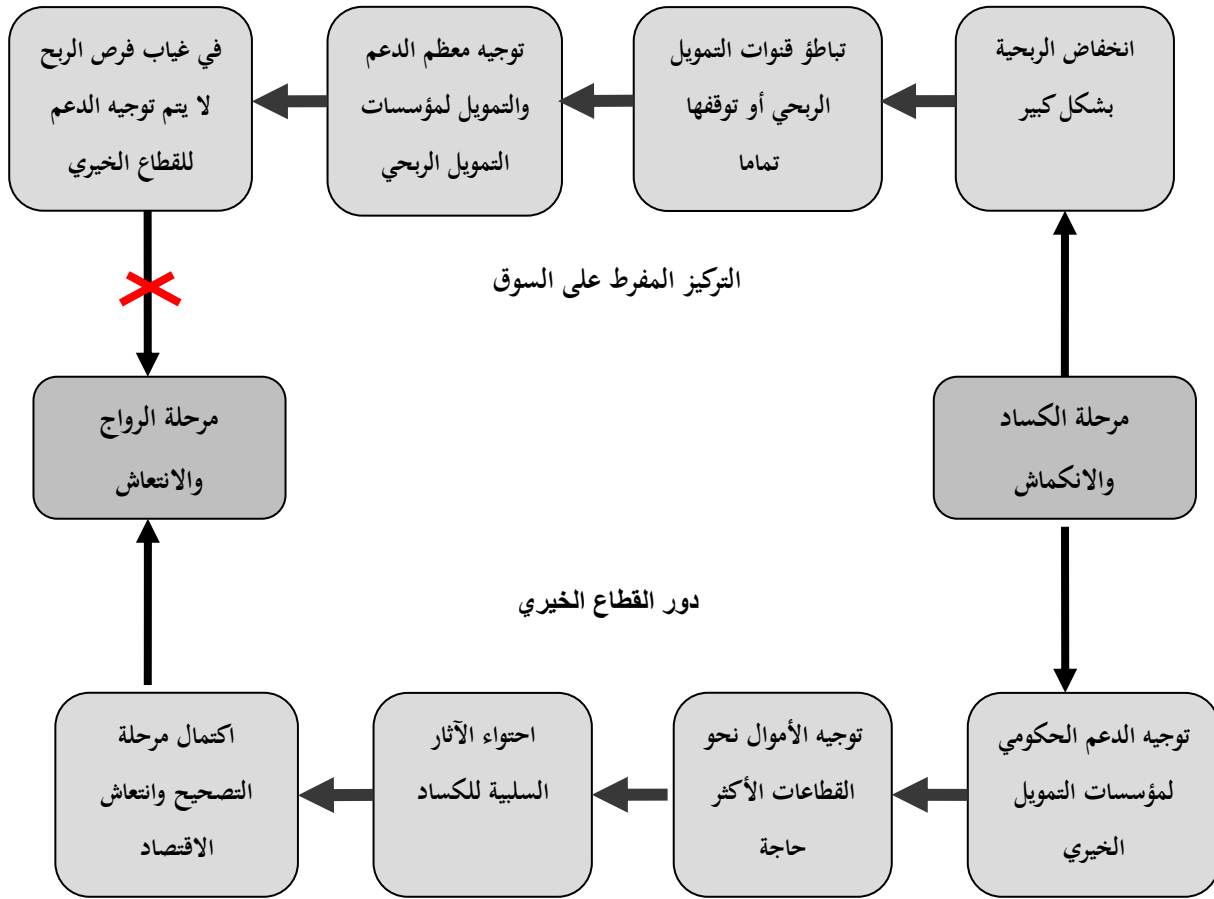
لقد رأينا في أزمة الرهن العقاري سنة 2008 أن المخرج من الأزمات المالية والاقتصادية لا يكون بضخ المزيد من المنشطات والمنبهات في جسد السوق الذي انهار من إفراطه في الجري وراء الأرباح، وليس بالتشجيع على الاقتراض بعد أن غرق الاقتصاد في أطباق المديونية، وليس بضخ السيولة بعد أن فاضت الأسواق بالسيولة، ولكن المخرج يكون بالتوجه نحو القطاع المكمل للأسواق وهو القطاع غير الربحي. وإذا كانت المشكلة نشأت في القطاع الربحي تصحيحاً للاختلالات التي تراكمت فيه عبر السنوات، فالعلاج يجب أن يكون على مستوى أعلى من مستوى السوق، ألا وهو القطاع غير الربحي، وذلك من خلال صور المواساة المختلفة التي تجسد أنبل ما في الطبيعة البشرية، فالتكافل والمواساة هو أفضل السبل لمواجهة الأزمات الاقتصادية. وبناء على ما سبق فالواجب هو توجيه الدعم إلى القطاع غير الربحي، وليس للمؤسسات التي كانت هي السبب في

الكارثة⁽¹⁾. لقد استجابت الكثير من البنوك المركزية للأزمة بتخفيض الفائدة إلى الصفر أو قريبا من الصفر، ولكن هذا يعني أن القرض أصبح مجانا ومن ثمة أداة غير ربحية للتمويل. فمن غير المقبول حينئذ توجيه هذا القرض المجاني إلى مؤسسات ربحية لأن هذا سوء توظيف للموارد. ففي حالة الهبوط الاقتصادي تتخفف فرص الربح بشكل كبير، ولهذا تتباطأ قنوات التمويل الربحي أو تكاد تتوقف تماما. وفي غياب فرص الربح فلا نتوقع الكثير من توجيه الدعم لهذا القطاع. وحينئذ فالقروض المجانية والدعم الحكومي يجب أن يوجه لمؤسسات التمويل غير الربحي، وللمؤسسات التنموية والاجتماعية التي توجه هذه الأموال نحو القطاعات الأكثر حاجة وليس الأكثر جمعا. هذه المؤسسات بدورها تستطيع احتواء التداعيات السلبية للهبوط الاقتصادي، إلى أن تكتمل مرحلة التصحيح وتعود السوق للنهوض مرة أخرى. وبتوجيه الدعم للأكثر حاجة وليس الأكبر جمعا يمكن تقليل مشكلة الخطر الأخلاقي إلى حد كبير، كما يمكن الحد من ظاهرة "أكبر من أن ينهار" التي تعرض الاقتصاد لمخاطر كبيرة وتشل قدرة الحكومة على اتخاذ القرارات الضرورية لتصحيح الأوضاع. كما أن طبيعة المؤسسات غير الربحية، كونها أهلية في الغالب وغير حكومية، يعطيها مرونة كبيرة في اختيار الجهات الأكثر استفادة من الدعم، وهو ما يسهم كذلك في تقليل مشكلة الخطر الأخلاقي كما يسهم في تعجيل الخروج من الأزمة بعد وقوعها⁽²⁾.

(1) بلغ حجم الدعم الذي قدمته الحكومة الأمريكية لشركة التأمين AIG نحو 180 مليار دولار لإنقاذها من الانهيار وسداد الالتزامات التي عليها لدائنها. وبعد إصرار من الكونجرس أفصحت الشركة عن طبيعة الدائنين. أكبر الدائنين كان بنك Goldman Sachs، حيث دفعت له الشركة 12.9 مليار دولار، يليه Société Générale بمبلغ 11.9 مليار، ثم Deutsche Bank، 11.8 مليار، ثم بنك Barclays، 8.5 مليار، ثم Merrill Lynch، 6.8 مليار، ثم UBS بـ 5 مليار دولار. أي أن الدعم الحكومي الذي يتحمله المواطن العادي ذهب إلى كبريات البنوك الاستثمارية التي كانت هي السبب في الكارثة ابتداءً.. (السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص76)

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، المصدر نفسه، صص 76-77

الشكل رقم (30): دور القطاع الخيري في مرحلة الكساد والانكماش



المصدر: صالح صالحي و غربي عبد الحليم، المصدر سبق ذكره.

المطلب الثاني: مكانة وأهمية التمويل غير الربحي في الاقتصاد الإسلامي

1. مكانة التمويل غير الربحي في الاقتصاد الإسلامي

في حين لا تملك الأنظمة المعاصرة تصورا واضحا حول حدود العلاقة بين هذين الجانبين، فإن الاقتصاد الإسلامي يقدم رؤية مفصلة تحدد متى يبدأ النشاط الربحي ومتى ينتهي، ومتى يبدأ النشاط غير الربحي ومتى ينتهي، وهو ما يتمثل في وجوب الزكاة والنفقات وفي تحريم الربا والميسر وفي سائر الأحكام التفصيلية للمعاملات المالية. ولهذا يصرح الفقهاء بأن بعض التصرفات المالية لا تقبل المعاوضة، كالقرض والكفالة والضمان وانظار المعسر. فالمعاوضة على هذه الأعمال، مع كونها تؤدي إما إلى الربا أو إلى الغرر، فهي تنافي مقصد الشرع من إبقاء باب المعروف مشرعا، والمحافظة على مساحة النشاط غير الربحي واسعة، ومنع حافز الربح من تجاوز دائرته والاستيلاء على النشاط الاقتصادي بأكمله⁽¹⁾.

ونظرا لأهمية النشاط غير الربحي فقد قدمت الشريعة الإسلامية له الحوافز المختلفة. فقد شجعت على الصدقات، وجعلت الزكاة هي الركن الثالث من أركان الإسلام، وتوعدت تارك الزكاة بالعقوبة في الدنيا والعذاب في الآخرة. كما أكدت على الأجر الدنيوي والأخروي في بذلها، كما قال صلى الله عليه وسلم: " ما نَقَصَ مَالٌ قَطُّ من صدقةٍ "⁽²⁾. فالصدقة تبارك في المال وتتميه، وهي تقي صاحبها من نوائب الدهر ومصارع السوء، وهي مع ذلك سبب من أسباب الشقاء، كما قال عليه الصلاة والسلام: "داؤوا مرضاكم بالصدقة"⁽³⁾. ويدخل في ذلك التمويل غير الربحي، خاصة القرض الحسن، لأنه في الحقيقة نوع من الصدقة، كما قال صلى الله عليه وسلم: " إِنَّ السَّلْفَ يَجْرِي مَجْرَى شَطْرِ الصَّدَقَةِ "⁽⁴⁾. فمن أقرض قرضا فكأنه تصدق بنصف ما أقرضه، وهذا ما يجعل القرض الحسن مما يمكن أن يعفى من الزكاة⁽⁵⁾.

ومع أهمية القطاعين، الربحي وغير الربحي، إلا أن الأولوية في البناء الاقتصادي هي للقطاع غير الربحي. ولذلك جاء الأمر بالزكاة والصدقات والمعروف سابقا على تحريم الربا بمدة، حيث تأخر النص الصريح بمنعه إلى غزوة أحد في السنة الثالثة للهجرة. أما النصوص الآمرة بالبر والمعروف والإحسان، فكانت تتوالى منذ بدء البعثة. ومن الخطأ التركيز على جانب وإهمال الآخر، وهذا هو

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، حوافز التمويل غير الربحي، المصدر سبق ذكره، ص ص 31-33

(2) حديث صحيح، الدرر السنية، على الموقع: <http://www.dorar.net/h/affdcf5082622cbb854eb1f04b1dda8e>، تاريخ الاطلاع: 2014/04/12

(3) حديث ضعيف، الدرر السنية، على الموقع: <http://www.dorar.net/h/be443f50fe0b8892289f18f302157564>، تاريخ الاطلاع: 2014/04/12

(4) حديث صحيح، الدرر السنية، على الموقع: <http://www.dorar.net/h/caa85496b7a6936789121ddef674760c>، تاريخ الاطلاع: 2014/04/12

(5) السويلم سامي بن إبراهيم، المصدر سبق ذكره، ص 32

الحاصل الآن للأسف، حيث يتم التركيز على مؤسسات التمويل الإسلامي الربحية، مع إهمال كبير للمؤسسات غير الربحية أو التضامنية، ومن أهمها مؤسسات الزكاة والقرض المجاني. فمحاولة إزالة الربا دون تفعيل مؤسسات التمويل غير الربحي تؤدي إلى خلل جوهري في مسيرة التمويل الإسلامي، على مستوى الفهم والتنظير، وعلى مستوى الممارسة والتطبيق.

فإذا وجد التمويل الربحي، مثل البيع الآجل ونحوه، قبل معالجة مشكلة الفقر وقبل معالجة التفاوت الفاحش في توزيع الثروة، فالتمويل سيتجه تلقائياً لمحاولة سد الفجوة بين الفقراء والأغنياء، ورغبة الفقراء في اللحاق بالأغنياء. وحيث أن معظم التمويل يتم من خلال المداينات، فإن هذا سيؤدي إلى تحويل قطاع كبير من المجتمع إلى خانة المدينين لأصحاب الأموال. وبما أن التمويل ربحي ليس مجانياً، فإنه سيزيد من ثروة أصحاب الأموال ويؤدي من ثم إلى زيادة الفجوة في توزيع الثروة بدلاً من تضيقها. وهذا بدوره يستلزم دورة جديدة من التمويل، التي تعمل هي أيضاً على زيادة الفجوة، وهكذا. وبذلك تزداد الفجوة اتساعاً، ويتضاعف مستوى المديونية. وحيث أن معظم التمويل يتجه إلى أغراض استهلاكية، فإن ارتفاع معدلات المديونية قد تؤدي إلى تراجع النمو والتوظيف. ولكن المشكلة لا تقف عند هذا الحد. فنظراً لأن التمويل الإسلامي بطبيعته لا يسمح بالتوسع في المديونية بل يقيد دائماً بالنشاط الحقيقي، وحيث إن هذه الدوامية في التمويل الاستهلاكي لا تقبل التوقف عند حد، فإنها ستؤدي إلى محاولة الالتفاف على الضوابط الشرعية للتمويل من أجل الحصول على السيولة وجدولة الديون، لتصبح النتيجة في النهاية لا تختلف عن التمويل الربوي. وهذا ما يؤدي بدوره إلى جعل الحيل والأساليب الصورية في التمويل، التي لا تختلف في جوهرها عن الربا، جزءاً أساسياً من الحياة الاقتصادية⁽¹⁾.

وعليه سنلقي الضوء على بعض المعاملات المالية التضامنية ودورها في معالجة الاختلالات الاقتصادية هذا فضلاً عن ما تخلفه من آثار اجتماعية إيجابية.

2. الأهمية الاقتصادية لصيغ التمويل الإسلامي غير الربحي

إن الزكاة وسائر صور الموساة تؤدي وظيفة مهمة في تخفيف آثار التقلبات الاقتصادية والهزات الطبيعية. ولهذا أثنى القرآن الكريم على الإطعام وقت الشدة والحاجة كما قال تعالى: ﴿أَوْ إِطْعَامٌ فِي يَوْمٍ ذِي مَسْغَبَةٍ﴾⁽²⁾. وكان من خلق النبي صلى الله عليه وسلم الذي أثنى به عليه خديجة رضي الله عنها أنه يعين على "نوائب الحق"، أي تقلبات الأيام ومصائب الدهر. كما أثنى النبي صلى الله عليه وسلم على الأشعريين بقوله: "إِنَّ الْأَشْعَرِيِّينَ إِذَا أُرْمِلُوا فِي الْغَزْوِ أَوْ قُلَّ طَعَامُ عِيَالِهِمْ

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، الفريضة الغائبة في الاقتصاد الإسلامي، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2009/08/02/article_259181. تم الاطلاع على المقال في: 2012/08/10

(2) سورة البلد، الآية 14

بالمدينة جمعوا ما كانَ عندهم في ثوبٍ واحدٍ ثمَّ اقتسموه بينهم في إناءٍ واحدٍ بالسويةِ فهم مني وأنا منهم»⁽¹⁾

وهذا يعني أن القطاع غير الربحي مهم لتجنب المخاطر الداخلية والخارجية التي يتعرض لها الاقتصاد. فهو ضروري لاستئصال الربا ومنع دوامة المديونية من الظهور، وبهذا يحمي الاقتصاد من المخاطر الداخلية. كما أنه ضروري لاحتواء التقلبات الاقتصادية التي تنشأ لأسباب خارجية كالقحط والجفاف ونحوها من الأخطار الطبيعية. ومن هنا يتبين مدى الخلل الذي تعاني منه النظرية الاقتصادية المعاصرة حين تركز على آلية السوق وحدها مع إغفال الوظيفة الأساسية للقطاع غير الربحي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي⁽²⁾.

مع أنه من المتعذر منع التقلبات الاقتصادية الكلية. لكن مبادئ الاقتصاد الإسلامي قادرة، إذا طبقت على نحو صحيح، أن تمنع تحول هذه التقلبات إلى كوارث تدمر حياة البشرية وثرواتها. وإذا اعتبرنا بأن الدورات الاقتصادية تمر إجمالاً بمرحلتين هما: مرحلة الرواج والانتعاش، ومرحلة الكساد والانكماش، فإنه يمكن توضيح مدى كفاءة التمويل الإسلامي في تقليل مخاطر التقلبات الحادة للدورات الاقتصادية حتى لا تتحول إلى كوارث مدمرة لثروات المجتمع الإنساني⁽³⁾، وذلك في الشكل التالي:

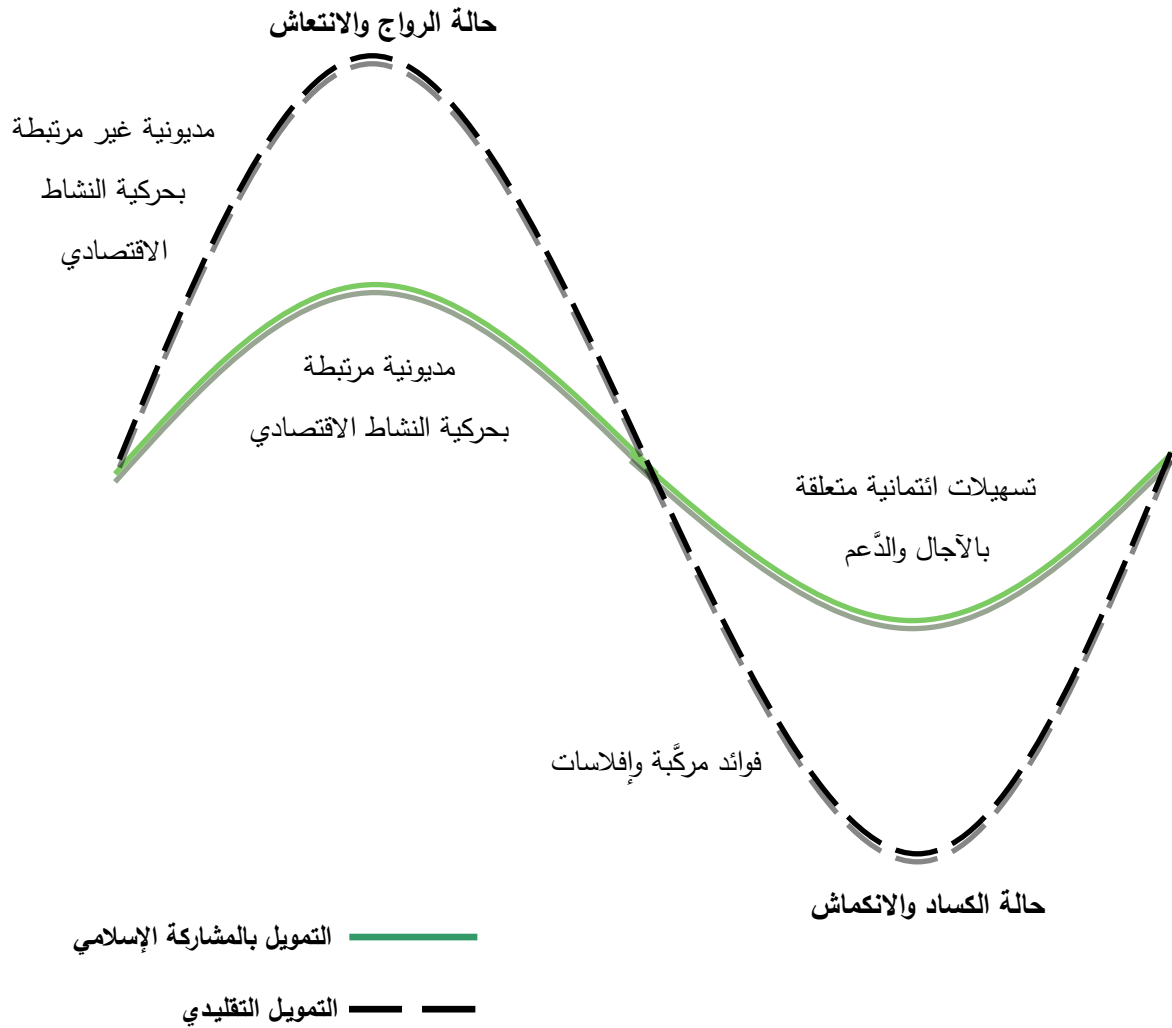
(1) حديث صحيح، الدرر السنية، على الموقع : <http://www.dorar.net/h/1bd6f9626473d4a90924260b116cae9d>

تاريخ الاطلاع: 2015/10/29

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 78 - 79

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمة المالية العالمية، رؤية إسلامية، المصدر سبق ذكره، ص 19

الشكل رقم (31): حدة التقلبات الاقتصادية بين آليات التمويل الإسلامي والتقليدي



المصر: السويلم سامي بن إبراهيم، (2008): الأزمة المالية العالمية- رؤية إسلامية، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات المنعقد يومي 25 و 26 نوفمبر 2008، جامعة الشلف، الجزائر، ص 19

1.2. الأهمية الاقتصادية للزكاة

الزكاة هي مؤسسة تقوم في صورة مستمرة على الأخذ من الأغنياء والإعطاء للفقراء. فهي مؤسسة لتحويل الدخل والثروات من الأغنياء إلى الفقراء، لأنه حتى الأغنياء الذين ليس لديهم دخل تأخذ منهم الزكاة، والأغنياء الذين لم يحققوا ربح في ذلك العام تأخذ منهم الزكاة أيضاً، طالما أننا عرفناهم بأنهم أغنياء يملكون النصاب فما فوق. فالزكاة إذن هي تحويل للأموال دخولا كانت أم

ثروات من الأغنياء إلى الفقراء، وهو تحويل مستمر في طبيعة النظام بآلية داخلية فيه وليس بآلية متروكة للدولة أو للبرلمان⁽¹⁾.

والزكاة ضرورية لاستقرار الاقتصاد من عدة أوجه: أنها تحاصر المديونية وتمهد لاستئصال الربا من الاقتصاد وبذلك يتوجه التمويل الربحي نحو القطاع الحقيقي، تعمل على امتصاص الآثار السلبية للهزات والدورات الاقتصادية، كما أنها تساهم في الخروج من الركود الاقتصادي بعد وقوعه.

■ محاصرة المديونية وتوجيه التمويل الربحي نحو القطاع الحقيقي

نظرا لأهمية الزكاة في استئصال الربا فقد شرعت قبل نزول تحريم الربا بمدة طويلة. فهي تظهر النفس من الشح والبخل الذي يمثل الأساس النفسي للربا من جهة المقرض. كما أنها باغتناء الفقير تجفف السبب المقتضي للربا من جهة المقترض.

والزكاة من خلال تخفيض حدة التفاوت في الثروة بين فئات المجتمع توجه التمويل إلى الأنشطة المنتجة دون الغرق في دوامة المديونية. وذلك أن التمويل إذا وجد قبل تخفيف حدة التفاوت بين الفقراء والأغنياء فستتجه نسبة كبيرة منه لردم الفجوة في التوزيع ومحاولة الفقراء اللحاق بالأغنياء. ولكن التمويل عملية ربحية، فهي مقابل ثمن يدفعه أولئك لهؤلاء، فتزداد الفجوة اتساعا، مما يتطلب المزيد من التمويل، وهكذا. ففي غياب مؤسسة الزكاة والقطاع غير الربحي سيتحول التمويل إلى دوامة من المديونية التي يكاد يتعذر الفكاك منها. وهو ما يؤدي إلى النتيجة نفسها للربا وان وقع التمويل بصيغ إسلامية من حيث الشكل والصورة⁽²⁾.

■ المساهمة في الخروج من الركود الاقتصادي

منذ عقدين من الزمن تطرق الاقتصادي الفرنسي موريس آليه الحائز على جائزة نوبل إلى الأزمة الهيكلية التي يشهدها الاقتصاد العالمي بقيادة "الليبرالية المتوحشة" معتبرا أن الوضع على حافة بركان، ومهدد بالانهيار تحت وطأة الأزمة المضاعفة المديونية والبطالة، واقترح للخروج من الأزمة وإعادة التوازن شرطين هما: تخفيض معدل الفائدة إلى حدود الصفر، ومراجعة معدل الضريبة إلى ما يقارب 2%. وهذا ما يتطابق مع إلغاء الربا ونسبة الزكاة في النظام الإسلامي⁽³⁾. ومع الدور الذي تؤديه الزكاة في تقليل احتمالات الانهيار والهزات المالية، فهي أيضا تؤدي دورا جوهريا في الخروج من الركود الاقتصادي بعد وقوعه. فالركود، خاصة كالذي نتج عن الأزمة المالية للرهن العقاري سنة 2008، ينتج عن امتناع الوحدات الاقتصادية عن الإنفاق خشية عدم

(1) منذر قحف، الأسس الشرعية للنظام الاقتصادي، على الموقع الإلكتروني:

http://monzer.kahf.com/papers/arabic/usu_nizam.pdf، تم الاطلاع على المقال في: 2014/02/19

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، حوافز التمويل غير الربحي، المصدر سبق ذكره، ص 32

(3) نقلا عن قنقطجي سامر مظهر، (2009): ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، الطبعة 01، شعاع للنشر والعلوم: حلب، سوريا، ص 32-33

قدرة الأطراف الأخرى على أداء التزاماتها والإنفاق بدورها لتكتمل الدورة الاقتصادية. وقد اعترف المحللون بأن المشكلة تتلخص في "الاكتناز". فالبنوك التي لديها السيولة تأبى إقراضها خشية حاجتهم للنقد في غياب مصادر للدخل. فإذا امتنعت نسبة كبيرة عن الإنفاق وقع الركود. والركود يؤدي إلى تراجع الأسعار (Déflation) بحيث ترتفع القيمة الحقيقية للنقد، مما يشجع على تأخير الإنفاق، مما يزيد من تراجع الأسعار، وهكذا.

ولتجنب هذه الدوامة قامت الحكومة الأمريكية بتخفيض في ضرائب الدخل لتشجيع المواطنين على الإنفاق. لكن الواقع والنظرية الاقتصادية، كلاهما يؤيد أن هذا التخفيض الضريبي محدود الأثر جدا. لأن حصيلته سيتم اكتنازها بدلا من إنفاقها، مما يلغي أي قيمة للتخفيض، ويبقى تكاليفه على الحكومة دون تعويض. والقول نفسه ينطبق على المصارف التي حصلت على إعانات وقروض مخفضة التكلفة لكنها لم تكن تقرض بقدر هذا الدعم، ولذلك لم يصل الدعم للمستهدفين ابتداء. وزكاة النقود تفرض رسما محددًا، 2.5% على النقد الذي لا يتم إنفاقه لمدة سنة. هذه الزكاة موجهة لمحاربة الاكتناز، كما صرحت بذلك النصوص الشرعية. وبهذا فإن الزكاة تعالج مشكلة الاكتناز معالجة مباشرة، لأن صاحب المال يجب أن يخرج من ماله هذه النسبة أو ينفقه، وفي الحالتين يتحقق الإنفاق بما يخفف آثار الكنز ومن ثم يخفف آثار الركود الاقتصادي.

ويرى الدكتور سامي بن إبراهيم السويلم، أنه يمكن للدولة إذا اقتضت المصلحة أن تفرض نسبة إضافية فوق قيمة الزكاة الشرعية لمعالجة الحالات الطارئة كالركود الاقتصادي العام. هذه النسبة الإضافية بطبيعة الحال تدخل ضمن السياسة الاقتصادية وليست تغييرا لفريضة الزكاة ومقاديرها الشرعية. وهي نظير ما فرضه النبي صلى الله عليه وسلم حين نزل بالمدينة المنورة قوم شديرو الفاقة، وهم الذين أطلق عليهم "الدافة"، وقت عيد الأضحى، فنهى النبي صلى الله عليه وسلم عن ادخار لحوم الأضاحي فوق ثلاثة أيام، ثم فسخ النهي لما زالت الدافة. فالنهى عن الادخار وقت المجاعة تشجيع على بذل المال الزائد عن الحاجة تخفيفا للضائقة الاقتصادية. فيكون فرض رسوم على الودائع أو الحسابات المجمدة لفترة معينة على أن يتم إلزائها بانتهاء الركود، مما يناسب مقاصد التشريع ويندرج ضمن السياسة الاقتصادية المقبولة شرعا، مع كونها سياسة فعالة في تشجيع الإنفاق ومحاصرة الركود من جهة، وفي إمكانية إيقافها بمجرد انتهاء الحاجة إليها من جهة أخرى. وهذا بخلاف الإعفاء الضريبي فإنه من الصعب إعادة الضرائب من جديد لأسباب سياسية واجتماعية، فضلا عن الأثر السلبي للضرائب على النمو والخروج من الركود⁽¹⁾.

■ إمكانية تكييف طريقة جمع الزكاة مع الأوضاع الاقتصادية المتأزمة للخروج منها

يمكن الاستفادة من الأدوات النقدية والمالية الزكوية في تحقيق نوعية الاستقرار المطلوب في ظل

(1) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 79-80

الأوضاع الاقتصادية المضطربة مثل: حالات التضخم، وحالات الانكماش والركود ، وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

- **حالات التضخم النقدي**: تستخدم الأدوات النقدية الزكوية للتخفيف من ظاهرة التضخم عن طريق التأثير في طرق الجمع والتحصيل، وكذا توجيه أساليب إنفاقها:
 - الجمع النقدي لحصيلة الزكاة : من أجل التقليل من حجم الكتلة النقدية في التداول وصولاً لتحقيق المصلحة الحقيقية المبتغاة عن تخفيض حدة التضخم والتقليل من انعكاساته السلبية بمقدار الأثر الذي يمكن أن تحدثه الزكاة في هذا الميدان، وبذلك تستطيع الدولة أن تجمع الزكاة نقداً عن جميع الأموال الزكوية. وقد تلجأ الدولة لنسبة نقدية من الزكاة بحسب طبيعة الوضع التضخمي السائد فترفعها أو تخفضها.
 - الجمع المسبق لحصيلة الزكاة: من أجل التأثير التخفيضي للكتلة النقدية المتداولة للحد من الآثار السلبية للتضخم، ويكون هذا الجمع المسبق لحصيلة الزكاة حسب الظروف السائدة، إذ قد تلجأ الدولة إلى جمع 50% جمعا مسبقاً أو أقل من ذلك أو أكثر، ويتم كل ذلك عن طريق التراضي بين الهيئة المشرفة على عمليات الجمع والتحصيل وأصحاب الأموال منعا للإكراه، إذا كان هؤلاء الممولون نصاباً تجب فيه الزكاة.
 - التغيير النوعي لنسب توزيع الزكاة : إن توزيع حصيلة الزكاة بين السلع الاستهلاكية والسلع الرأسمالية والإنتاجية لصالح السلع الإنتاجية سيؤدي إلى زيادة العرض الكلي من خلال الإنفاق الزكوي الإنتاجي والاستثماري، وذلك سيسهم في تقليص حدة الضغوط التضخمية.
- **حالات الانكماش والركود**: تلجأ الدولة إلى استعمال الأدوات الإيرادية المتعلقة بالزكاة من أجل التأثير في حركية النشاط الاقتصادي، ومن بين طرق التأثير نذكر ما يلي:
 - الجمع العيني للزكاة : قد تضطر الدولة أحيانا بغية التأثير في الوضع الاقتصادي إلى الجمع العيني للزكاة ، كي لا تؤثر كثيرا في الكتلة النقدية بالانخفاض بمقدار حصيلة الزكاة، وبحسب الوضع السائد ودرجته الانكماشية تكون نسبة الجمع العيني إلى إجمالي الحصيلة.
 - تأخير جمع الزكاة : قد تلجأ الدولة إلى تأجيل جباية حصيلة الزكاة للتأثير في الأوضاع الاقتصادية السائدة، فقد ثبت أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قد أخرها على بعض الصحابة على أن تبقى ديناً عليهم، كما ثبت أن عمر بن الخطاب رضي الله عنه كان قد

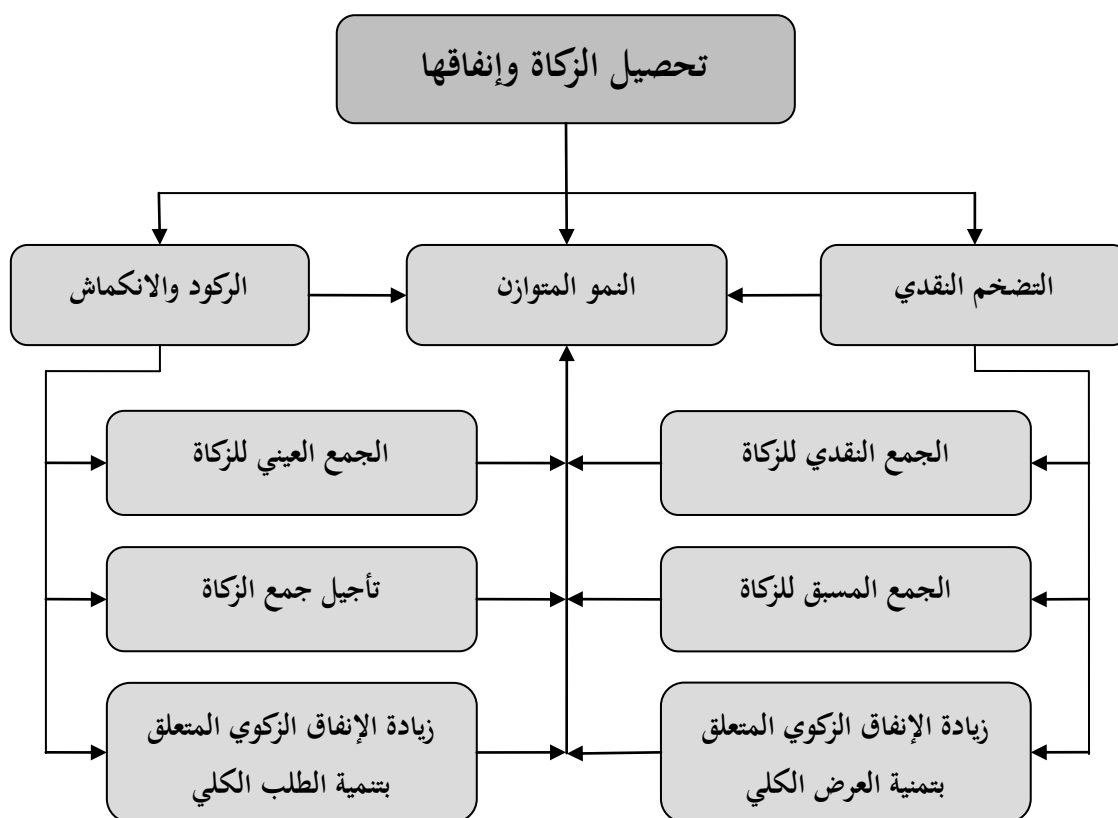
(1) صالح صالحي، (2001): السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي ، الطبعة 01، دار الوفاء: المنصورة، مصر، ص ص 103-105؛ التركماني عدنان خالد، (1988): السياسة النقدية والمصرفية في الإسلام، بدون رقم الطبعة، مؤسسة الرسالة: بيروت، لبنان، ص 262؛ الزحيلي وهبة، (1991): الفقه الإسلامي وأدلته، الجزء 02، دار الفكر: الجزائر، ص 756.

آخرها في عام الرّمادة نظرا لتدهور الأوضاع الاقتصادية، وهو تأجيل مؤقت يزول بزوال الظرف الطارئ.

- زيادة الإنفاق الاستهلاكي الزكوي : من خلال رفع نسب التوزيع النوعي ضمن الأصناف الثمانية⁽¹⁾ بصورة تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي، وإحداث حركية في الاستهلاك الكلي في الاقتصاد الوطني بشكل يسهم في تغيير مستويات الركود والانكماش والعودة إلى أوضاع النمو الاعتيادية في الاقتصاد الوطني.

ويمكن التعبير عن بعض أدوات التأثير النقدي للزكاة في الشكل التالي:

الشكل رقم (32): دور الأدوات الزكوية في معالجة الأوضاع الاقتصادية المتأزمة



المصدر: صالح صالح و غربي عبد الحليم، المصدر سبق ذكره.

بناء على ذلك ، فإن هذه الآثار التلقائية للزكاة تعمل كأداة استقرار ذاتية مبنية داخل النظام الاقتصادي، وتغذية بحركة مستمرة نقل أو تمنع حدوث التقلبات الاقتصادية.

2.2. الأهمية الاقتصادية للتمويل التكافلي الوقفي

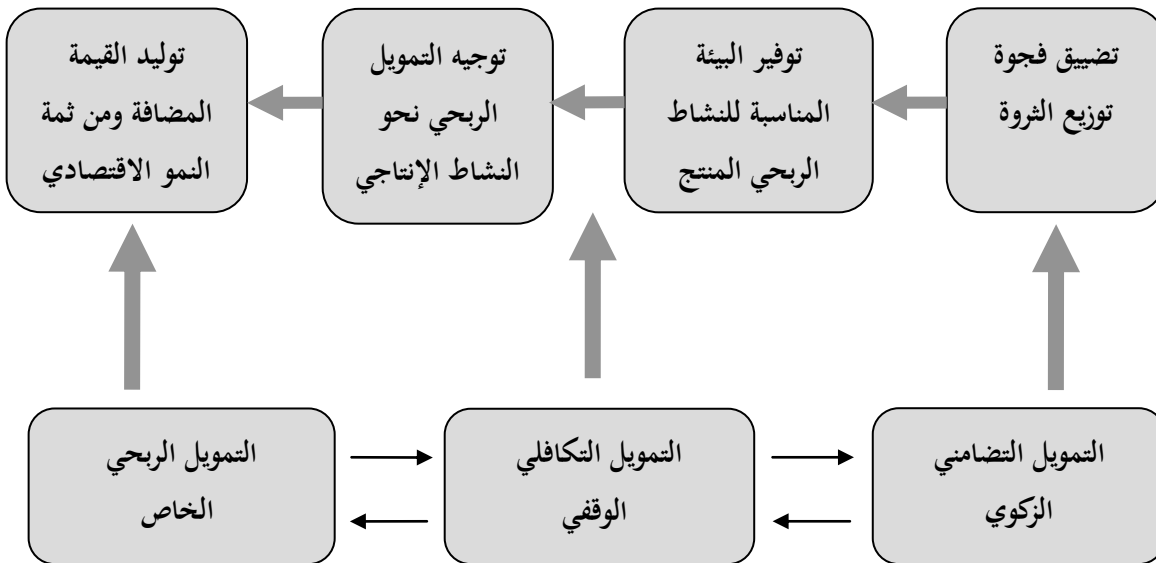
نشأت المؤسسات الوقفية في التاريخ الإسلامي على الوقف الطوعي للموارد الخاصة لتمويل

(1) تصرف الزكاة للأصناف الثمانية المذكورة في آية سورة التوبة، في قوله تعالى: ﴿ إِنَّمَا الصَّدَقَاتُ لِلْفُقَرَاءِ وَالْمَسْكِينِ وَالْعَامِلِينَ عَلَيْهَا وَالْمُؤَلَّفَةِ قُلُوبُهُمْ وَفِي الرِّقَابِ وَالْغَارِمِينَ وَفِي سَبِيلِ اللَّهِ وَابْنِ السَّبِيلِ فَرِيضَةً مِّنَ اللَّهِ وَاللَّهُ عَلِيمٌ حَكِيمٌ ﴾ (سورة التوبة، الآية 60)

المشاريع التي تنتج السلع والخدمات العامة كالصحة والتعليم والرعاية الاجتماعية للفقراء ومحدودي الدخل، وتشديد دور العلم وأماكن العبادة... فهذه المجالات أصبحت اليوم تستقطع جزء هام من إيرادات الموازنة العامة للدولة وتُمول أحياناً بأدوات تزيد من حدة التضخم. وتؤدي مؤسسة الأوقاف دوراً محورياً في تحويل جزء من الدخل الفردي إلى صورة إنفاق استثماري اجتماعي يقلل من دور الدولة المالي في تغطية هذه النشاطات ، ومن ثم يقلل من الانعكاسات السلبية لهذا الدور الناتجة عن:

- تكاليف تعبئة وجمع وتحصيل الموارد؛
 - تكاليف تسييرها وإدارتها؛
 - التكاليف الناتجة عن التمويل التضخمي أو التمويل القائم على المديونية الربوية.
- فهذه التكاليف تصبح مساوية للصفر، ولا تتحملها الموازنة العامة ، بل تصبح معظمها مغطاة من قبل الجهود الخاصة الفردية والجماعية والرسمية...، وهذا سينعكس حتماً على الوضع الاقتصادي والنقدي بشكل إيجابي ، إذ ستتحول نسبة هامة من القوة الشرائية من المجالات الاستهلاكية الترفية إلى الاستثمارات الاجتماعية التوازنية التي تحد من التقلبات الاقتصادية الدورية⁽¹⁾.
- وفيما يلي شكل تخطيطي يوضح الكفاءة المتعلقة بتكامل التمويل الإسلامي.

الشكل رقم (33): الكفاءة المتعلقة بتكامل أشكال التمويل التضامني الزكوي والتكافلي الوقفي والربحي الخاص



المصدر: صالح صالحي و غريبي عبد الحليم، المصدر سبق ذكره.

⁽¹⁾ صالح صالحي و غريبي عبد الحليم، المصدر سبق ذكره.

3.2. الأهمية الاقتصادية لانظار المعسر

لم يكتفي القرآن الكريم بتشديد النكير على الربا، بل أتبع ذلك في السورة نفسها بإيجاب انظار المعسر في قوله تعالى: ﴿وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ﴾⁽¹⁾. إن أهمية هذا المبدأ لا تقتصر على القيمة الأخلاقية والإنسانية التي يجسدها، بل هو بالإضافة إلى ذلك، يؤدي وظيفة اقتصادية في غاية الأهمية، ربما لم تكن أكثر وضوحاً قبل الأزمة المالية سنة 2008.

فالأزمة كما نعلم بدأت مع تعثر المقترضين من ذوي الملاءة المنخفضة. هذا التعثر أدى إلى التراجع في تمويل القروض العقارية، ومن ثمة تراجع أسعار العقار، مما فاقم من مشكلة التعثر، وأدى إلى سلسلة من الإخفاقات في المؤسسات المالية والمصرفية، ثم انتقلت العدوى إلى بقية دول العالم. فإذا كان الانهيار قد ابتدأ من تعثر السداد، فإن من أهم عوامل تطويق الأزمة ومحاصرة تداعياتها هو إهمال المدينين غير القادرين على السداد⁽²⁾.

والفقه الإسلامي لا يمنع بيع مال المدين الذي عجز عن السداد، لكن الفقهاء متفقون على استثناء ما لا يستغني عنه المدين، ومن ذلك المسكن. لكن العجب لا ينقضي من عظمة الفقه الإسلامي، حين نجد أن ثلثة من كبار الفقهاء نصوا على أن المعسر "لا تباع داره التي لا غنى له عن سكنها"، والعلماء الذين أجازوا بيع الدار نصوا على أنها "تباع ويكثرى له بدلها". فأئمة الفقه الإسلامي متفقون على ضرورة ضمان المسكن للمدين، وأن عجزه عن السداد لا يحرمه هذا الحق، ولذلك فهو يدخل في وصف المعسر الذي يستحق الانظار⁽³⁾.

وإذا كان كذلك فإن انظار المعسر خلال الأزمة العقارية يطوق تداعيات انهيار السوق، لأنه يحفظ أسعار العقار من الهبوط أو على الأقل يقلل من سرعة انخفاضها. وهذا يحقق مصلحة الدائن والمدين معاً: فالمدين ينتفع بالإمهال، في حين يحتفظ الدائن بقيمة أصوله متماسكة، مما يقلل احتمالات الإفلاس والانهيار.

وانظار المعسر يمتد أثره الاقتصادي إلى أبعد من ذلك. فإن الدائن إذا علم مسبقاً أنه لن يستطيع الاسترباح من المعسر أو بيع ماله الذي لا يستغني عنه، فانه سيكون أكثر حذراً في منح الائتمان والتمويل ابتداءً. وأزمة 2008 كما سبق نشأت من التساهل في إقراض ذوي الملاءة المنخفضة

(1) سورة البقرة، الآية 280

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، التقلبات الاقتصادية في النظام الإسلامي، المصدر سبق ذكره.

(3) الحديثي عبد الله حسن حميد، (2005): أحكام المعسر في الفقه الإسلامي، الطبعة 01، دار الكتب العلمية: بيروت، لبنان، ص 154.

ممن هم مظنة الإعسار أكثر من غيرهم. فتطبيق مبدأ انظار المعسر كان يمكن أن يحول دون التوسع في إقراض هذه الفئة، ويقلل من ثمة احتمالات الانهيار من البداية⁽¹⁾. ومبدأ انظار المعسر قد يساء تطبيقه، وقد يؤدي إلى ما يعرف بالخطر الأخلاقي حيث يستغل المدين هذا المبدأ في الاستدانة غير المبررة ابتداءً، أو إلى إعلان الإعسار للتخلص من المسؤولية. لكن هذا لا يمكن أن يقع دون أن يضر بسمعة المدين وسجله الائتماني. ثم إن الانظار لا يشمل كل أنواع الأصول والأموال، بل يقتصر على الضروري منها. ولذلك رأينا أن الفقهاء اختلفوا هل تباع الدار التي يسكنها المدين أو لا، والذين قالوا تباع قالوا يستأجر له بدلها، بحيث تكون المستأجرة أقل كلفة من المباعه ليستخدَم الفرق في استرجاع حق الدائنين⁽²⁾.

■ انظار المعسر ومعالجة التقلبات الاقتصادية في النظام الإسلامي

إن حكمة القرآن الكريم في الجمع بين تحريم الربا وبين انظار المعسر في سورة واحدة وسياق واحد يتجلى جانب منها في ضوء التقلبات الاقتصادية التي نشهد اليوم واحد من أبرز صورها. فالدورات الاقتصادية تمر إجمالاً بمرحلتين: مرحلة الصعود والنمو، ومرحلة الهبوط والانكماش. ومن أهم عوامل الكارثة المالية هو الصعود الغير المنضبط الذي يصاحب الإفراط في تسهيل الائتمان، مما يؤدي إلى مبالغة في قيم الأصول، مما يزيد من ارتفاع أسعارها ومن ثمة الاسترسال في تسهيل الائتمان، وهكذا، لتصبح السوق في حالة فقاعة غير قابلة للاستمرار. فإذا وجد أي سبب يؤدي إلى تراجع قيم الأصول، اضطر المدينون إلى بيع بعض هذه الأصول لزيادة قيمة الرهن. ولكن بيع الأصول من شأنه أن يخفض من أسعارها مرة أخرى، مما يتطلب المزيد من البيع لتغطية قيمة الرهن، وهكذا حتى تنهار السوق وتتحقق الكارثة.

وتحريم الربا من شأنه أن يضبط التوسع في الائتمان بحيث لا تتحول السوق في مرحلة الصعود إلى حالة الفقاعة التي تهدد الاقتصاد. أما في حالة الهبوط فان انظار المعسر، وسائر أوجه المواساة والنشاط غير الربحي، من شأنه أن يقلل من معدل تراجع أسعار الأصول ومن ثم يجنب السوق الانزلاق إلى حالة الانهيار. فالجمع بين هذين المبدأين من شأنه أن يحتوي تقلبات الأسواق ويسيطر على عوامل الانهيار، دون أن يمنع السوق من أداء وظائفها الأساسية⁽³⁾.

4.2. الأهمية الاقتصادية للقرض الحسن

على الرغم من ازدهار القطاع المالي الإسلامي في عدد من البلاد الإسلامية، إلا أنه لا تزال هناك فجوة كبيرة لم تجد من يتصدى لها، إنها القرض المجاني أو القرض الحسن. هذا النوع من التمويل

(1) المصري رفيق يونس، السويلم سامي بن إبراهيم وآخرون، الأزمة المالية العالمية - أسباب وحلول من منظور إسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 54-56

(2) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره، ص 82

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمة المالية العالمية - رؤية إسلامية، المصدر سبق ذكره، ص 19

فرض كفاية على المجتمع الإسلامي، ومع ذلك لم يقم به من يكفي حتى الآن. فهو فريضة غائبة عن ساحة الاقتصاد الإسلامي اليوم . وقد أجمع العلماء على أن أعمال البر والمعروف، كإطعام الجائع وسقي العطشان وإغاثة الملهوف وفك الأسير ونحوها، فرض كفاية على المسلمين. ومعنى كونها فرضاً على الكفاية أي أنه إذا قام بها من يكفي من المسلمين سقطت عن الباقيين، وإلا أثم الجميع. فهي واجب على المجموع وإن لم تكن فرض عين على كل أحد.

ولا ريب أن القرض المجاني يدخل في أعمال المعروف، بل هو أولى، لأن المقرض يسترد رأسماله، أما في الأعمال الأخرى فالمنفق لا يسترد شيئاً. فيكون وجوبه على الكفاية أكد وأظهر. كما أن التحريم القاطع للربا يستلزم حرص الشرع على القرض المجاني وسائر صور المعروف، وهذا يؤكد وجوبه على الكفاية على أقل تقدير . فقد قدمت الشريعة الإسلامية له الحوافز المختلفة، حيث اعتبرت القرض الحسن نوعاً من الصدقة، كما قال صلى الله عليه وسلم: "إِنَّ السَّلْفَ يَجْرِي مَجْرَى شَطْرِ الصَّدَقَةِ"⁽¹⁾، فهو داخل في وعد النبي صلى الله عليه وسلم: "مَا نَقَصَ مَالٌ قَطُّ مِنْ صَدَقَةٍ"⁽²⁾. فمن أقرض قرضاً فكأنه تصدق بنصف ما أقرضه . وهذا ما يجعل القرض الحسن مما يمكن أن يعفى من الزكاة. وهو نوع من الحوافز التي تشجع أصحاب الأموال على إقراضها للمحتاجين.

كشفت الأزمة المالية عن الدور الحيوي الذي يقوم به القرض المجاني، حيث تسابقت البنوك المركزية والحكومات في تقديم قروض بفوائد لا تختلف عملياً عن الصفر. فالقرض المجاني أصبح ضرورة للحفاظ على الاستقرار المالي للمجتمع، وليس مجرد وسيلة للدعم والإعانة للبعض. وهذا يتفق مع موقف الشريعة الإسلامية من كونه فرضاً على الكفاية، فهو أداة ضرورية على مستوى المجتمع، وإن لم تكن كذلك في حق كل فرد بعينه.

لكن الخطأ الذي وقعت فيه هذه الأنظمة هو أنها قدمت نسبة كبيرة من هذه القروض المجانية للجهات الأقل حاجة لها، وهي كبرى المؤسسات المالية، والأسوأ من ذلك أنها كانت سبباً في حصول الكارثة ابتداءً. فالواجب هو توجيه الدعم والقروض المجانية لضحايا الكارثة، خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الذين يمثلون القطاع الأكبر توظيفاً والأكثر دعماً لعجلة النمو في الاقتصاد، بدلاً من توجيه الدعم للأقلية التي لا تفيد المجتمع ولا تسهم في دعم عجلة النمو. ولكن هذا يحتم على المجتمع بناء مؤسسات وآليات متخصصة في القرض المجاني، ولا يترك الأمر لحين حصول الكوارث والأزمات⁽³⁾.

(1) حديث صحيح، الدرر السنية، المصدر سبق ذكره.

(2) حديث صحيح، المصدر نفسه.

(3) السويلم سامي بن إبراهيم، الفريضة الغائبة في الاقتصاد الإسلامي، المصدر سبق ذكره.

خلاصة الفصل الثالث

إذا كان للكوارث المالية حسنات، فإن من حسناتها أنها تظهر حكمة الشريعة الإسلامية في تحديد مواطن الداء في النشاط الاقتصادي وكيف يمكن تلافيه دون إخلال بآلية السوق والأداء الاقتصادي. لقد بينت الأزمة العالمية لسنة 2008 بوضوح مساوئ المجازفات التي كان الفقه الإسلامي حدد الموقف منها دون تردد قبل أربعة عشرة قرناً. كما بينت الأزمة كيف يتضافر الربا والغرر في انحراف الأسواق عن وظيفتها لتكون في النهاية ضياع الثروة وتبديد المدخرات وتعطيل الطاقات البناءة في المجتمع.

الديون التي تهدف إلى الربح في الاقتصاد الإسلامي لا تنشأ إلا مقابل نشاط حقيقي، من سلع ومنافع وخدمات. ولا يمكن أن ينشأ الدين بهدف الربح دون مقابل حقيقي. والربا في جوهره دين في الذمة دون مقابل حقيقي. فتحریم الربا من جهة، وتشريع عقود التمويل الإسلامية، كالبيع الآجل والسلم، من جهة أخرى، يحقق هدفين في آن واحد: كبح جماح المديونية ومنع نموها دون ضوابط. وتوجيه التمويل ليكون سبباً في توليد القيمة المضافة وتعزيز نمو الدخل الاقتصادي، وهذا ما يسمح بتحقيق عائد للتمويل من خلال القيمة المضافة التي أسهم في إيجادها.

وهذا هو الفرق بين التمويل الإسلامي والتمويل الربوي، فالتمويل الإسلامي يستحق العائد لأنه يوجد ضمن مبادلة أو عملية حقيقية تولد قيمة مضافة. أما الربا فهو ينشأ مستقلاً عن النشاط الحقيقي، ولا توجد آلية تضمن التلازم بينهما، وهو ما يؤدي إلى تفاقم المديونية وتضخم فوائدها لتتجاوز القيمة المضافة التي ولدها أصل التمويل، بأضعاف مضاعفة.

إن الشريعة الإسلامية غنية بالحلول والمفاهيم الضرورية لاجتتاب الكوارث من جهة، وللخروج من الكساد ومعالجة آثاره، من جهة أخرى. لكن تحويل هذه المفاهيم إلى مبادئ للسياسة الاقتصادية يتطلب تضافر الجهود العلمية والمهنية لتطوير معايير قابلة للتطبيق تتناسب مع تعقيدات الواقع اليوم. قد لا يمكن تحقيق ذلك في فترة وجيزة، لكنه ضرورة لا مناص من البدء بها والعمل على استكمالها في أقرب مدى ممكن.

الفصل الرابع: الاندماج بين الدوائر المالية والنقدية والحقيقية في الاقتصاد الجزائري

مقدمة الفصل الرابع

إن وجود فجوة بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية في الاقتصاد الجزائري تعود إلى تشوهات هيكلية في كل من القطاع الحقيقي والقطاع النقدي والمالي والتي بقيت مستترة بسبب الوفرة النفطية التي بدأت في التراجع بسبب انخفاض الأسعار الدولية للمحروقات.

فبالنسبة للقطاع الحقيقي فإن مناخ الاستثمار في الجزائر، رغم الجهود التي قامت بها الدولة لتحسينه في ظل برامج الإنعاش الاقتصادي، لا يزال يحتل المراتب الأخيرة في التقارير التي تصدر عن الهيئات الدولية كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي وغيرها. فلا تزال هناك العديد من العراقيل التي تحبط أي قرار استثمار سواء كان محلي أو أجنبي رغم أن التخلص من التبعية لقطاع المحروقات أصبحت حتمية لا بد منها خاصة في ظل تراجع أسعار النفط في الأسواق الدولية. حيث لم يسجل أي تغيير جوهري في مسار الاستثمار، سواء تعلق الأمر بالإجراءات أو الوثائق أو المحيط العام الذي يتسم بالكثير من التعقيد أو الفساد والرشوة والبيروقراطية، ما يثير تساؤلات حول مدى فعالية إجراءات المصاحبة التي اعتمدتها الحكومة الجزائرية بخصوص تحسين المناخ العام للأعمال والاستثمار. بينما يظل القطاع البنكي والمصرفي من بين أهم نقاط الضعف.

ورغم التحسن الطفيف في الاستثمارات الخاصة المحلية عبر إنشاء العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنها تبقى بعيدا عن ما هو مأمول، وعن حاجة الاقتصاد الوطني إلى مثل هذه المشاريع لتوفير مناصب عمل وتكوين نسيج صناعي يعمل على الأقل على تلبية الاحتياجات المحلية للتخفيف من فاتورة الواردات، خاصة في ظل تراجع إيرادات الدولة من العملة الصعبة.

كما يطرح إشكال انعدام فعالية النظام المصرفي المحلي، وضرورة مراجعته ليصبح أساس الاستثمار الوطني والأجنبي ومدى انسجام الساحة المالية الوطنية مع قواعد الأمن المالي العالمي وقدرتها على ترشيد احتياطي الصرف الذي تتمتع به الخزينة العمومية حاليا والذي بدأ في التراجع في ظل انخفاض أسعار النفط. حيث تعاني الجزائر مشاكل نوعية بشأن المؤسسات المالية ويتعلق الأمر خصوصا بقدرة جلب والحفاظ على تدفقات الاستثمار، إن البنوك الجزائرية لا تلعب دورها الاقتصادي في تمويل المشاريع الاستثمارية حيث تحولت إلى مجرد شبائيك فقط، مع غياب العلاقة بينها وبين المتعاملين الاقتصاديين، خاصة المستثمرين فهي لا تتعامل إلا مع المستوردين.

كما أن بورصة الجزائر التي تم إنشاؤها سنة 1997 تعد أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من خلال 4 مؤسسات مدرجة فيها، رغم السيولة النقدية الهائلة، مما أدى إلى غياب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني. ومنه هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة من البورصة، والتي جعلت الوضعية صعبة بالنسبة للمدخرين الصغار

وكذلك بالنسبة للمؤسسات المسعرة. وعليه فإنه لا بد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر. وعليه سيتم تقسيم هذا الفصل إلى الأجزاء التالية:

- المبحث الأول: القطاع الحقيقي الجزائري.
- المبحث الثاني: الاندماج بين الدائرتين النقدية والحقيقية ومدى فعالية النظام المصرفي في الجزائر.
- المبحث الثالث: الاندماج بين الدائرتين المالية والحقيقية ومدى فعالية بورصة الجزائر.

المبحث الأول: القطاع الحقيقي الجزائري

لقد خسرنا تحدي تنويع الاقتصاد الوطني خارج المحروقات، فمعدل التصنيع في البلاد قد تراجع إلى المستوى الذي كان عليه في بداية سنوات 1970، النمو خارج قطاع المحروقات يتعلق وبشكل كبير بالموارد من المحروقات وبالساسة المالية، نمو القطاع الخاص غير كاف لخلق مناصب شغل كافية، ونمو مناصب العمل غير الرسمية هو الذي يمتص البطالة، أما خلق مناصب عمل رسمية يبقى مركز ومحصور في القطاعات ذات قيمة مضافة ضعيفة. كما أن الانتقال نحو اقتصاد السوق لم يكتمل، فمناخ الاستثمار بقي ضعيف ومشكوك فيه. والمعايير الدولية تؤكد ذلك، فالجزائر دائما في آخر الترتيب، في كل النتائج الاقتصادية وحتى في المحيط الاقتصادي، وذلك مقارنة ببول مشابهة ذات مدخول متوسط. في حين أن إمكانية النمو، تصنيع وتنويع الاقتصاد الجزائري يمكن أن تتحقق إذا أصبحت الجزائر من بين الدول الجاذبة للاستثمار وتنمية المؤسسات⁽¹⁾.

المطلب الأول: هيكلية الاقتصاد الجزائري

1. واقع القطاع الحقيقي

تباطؤ النمو الاقتصادي من جديد بعد الانتعاش الطفيف الذي سجله سنة 2012. حيث لن يتمكن التوسع المعتبر في قطاع الفلاحة والخدمات والبناء أن يعوض الأداء الضعيف لقطاع المحروقات، الذي سجل تراجعاً للسنة الثامنة على التوالي، وانخفاض الاستثمارات العمومية. بنسبة نمو 2.8% في 2013 مقابل 3.3% في 2012، يكون النشاط الاقتصادي قد سجل نمواً معادلاً لذلك المسجل في 2011. مع ذلك يبقى النمو خارج المحروقات معتبراً بمعدل 7.1%. ازداد النسيج الصناعي كثافة، حيث أصبح يضم ما يقارب 777818 مؤسسة صغيرة ومتوسطة⁽²⁾ مع نهاية سنة 2013، مكونة في غالبيتها من أشخاص طبيعيين (95.2%). سمح هذا التوسع في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي يتميز بهيمنة قطاع الخدمات (بنسبة 61.3%) بعرض 139000 منصب شغل.

1.1. الفلاحة

(1) Bilan et situation en 2012, disponible sur le lien : <http://www.nabni.org/nos-propositions/economie/bilan-et-situation-en-2012/>, consulté le : 10/ 02/ 2014

(2) إن التعريف المعتمد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر هو التعريف الوارد في القانون 18/01 المؤرخ في 2001/12/12 والمتمثل في القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي ينص على: "تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كان وضعها القانوني، بأنها مؤسسة إنتاج السلع والخدمات تشغل من واحد إلى 250 شخص، ولا يتجاوز رقم أعمالها ملياري دينار جزائري، ولا يتعدى إجمالي حصيلتها الثانوية 500 مليون دينار جزائري".

حقق الإنتاج الفلاحي نتائج معتبرة في سنة 2013، فمن بين كل القطاعات، حقق قطاع الفلاحة أعلى نمو في الحجم بمعدل 8.8% مقابل 7.2% في سنة 2012، ويساهم بواقع 9.3% من إجمالي الناتج الداخلي و 12.7% في القيمة المضافة للاقتصاد الحقيقي. دون بلوغ أداء سنة 2011، فإن مساهمته في توسع إجمالي الناتج الداخلي (28.3% أي 0.8 نقطة مئوية)، تأتي في المرتبة الثانية بعد مساهمة قطاع الخدمات.

2.1. البناء والأشغال العمومية

يواصل قطاع البناء والأشغال العمومية في سنة 2013 ارتفاعه بوتيرة معتبرة (6.6%) لكن أقل من تلك المسجلة في سنة 2012، وهذا نتيجة لانخفاض الاستثمارات العمومية (-16.7% من نفقات ميزانية التجهيز) ولانتهاء الأشغال الكبرى للبنية التحتية (الطريق السريع، الميترو، السكنات). بقيمة مضافة تقدر بـ 1620.2 مليار دينار، تمثل 9.8% من إجمالي الناتج الداخلي و 12.6% من القيمة المضافة للاقتصاد الحقيقي، يولد هذا القطاع 22.2% من النمو الإجمالي، أي 0.61 نقطة.

3.1. الخدمات

في سنة 2013 تحسن نشاط الخدمات بوضوح بعد تراجع الطفيف في سنة 2012، مسجلا بذلك أعلى نسبة نمو منذ سنة 2008. بقيمة مضافة تقدر بـ 3827.4 مليار دينار، أي بارتفاع قدره 7.8% (+1.4 نقطة)، يساهم هذا النشاط بأكثر من النصف (56.3%) في نمو إجمالي الناتج الداخلي، كما يولد ما يقارب ربع تدفق الثروة (23.1%). ويرجع هذا إلى ديناميكية فرع التجارة وفرع النقل اللذان ارتقعا (10.4% و 5.0% على التوالي).

4.1. الصناعة خارج المحروقات

عرف القطاع الصناعي تباطؤ في سنة 2013 ليسجل نفس وتيرة 2011. بارتفاع قدره 4.1% في القيمة المضافة الصناعية (عمومية وخاصة)، وهو معدل تقريبا مماثل لمعدل الأربعة عشر سنة الأخيرة (4.09%)، تراجع نمو الصناعة في 2013 بنقطة مئوية (مقابل 5.1% في سنة 2012)، ويبقى النمو خارج المحروقات أضعف نمو لكل القطاعات، ولا يساهم في نمو إجمالي الناتج الداخلي الخام إلا بنسبة 6.7%، وهي مساهمة نقل عن مساهمة قطاع الفلاحة بـ 20 نقطة. يبقى نمو القطاع الصناعي خارج المحروقات، وعلى وجه الخصوص نمو الصناعة المعملية، ضعيف جدا بالنظر إلى متطلبات السوق الداخلية من السلع الاستهلاكية والاستثمارات وكذا مناصب العمل، لاسيما لليد العاملة المؤهلة.

5.1. المحروقات

يشهد قطاع المحروقات في سنة 2013 تراجع الذي يتواصل للسنة الثامنة على التوالي، وهو ما يمكن اعتباره تدهورا حقيقيا نظرا لفقدان القطاع ما يزيد عن ربع قيمته المضافة (29.5%) في غضون 8 سنوات. تراجعت القيمة المضافة في 2013 بنسبة 5.5%، وهو أكبر انخفاض لل عشرية، بعدما انخفضت بـ 3.4% في 2012. بقيمة مضافة قدرها 5299.6 مليار دينار (62.58 مليار دولار)، لم تعد تولد المحروقات سوى 29.9% من تدفق الثروة (PIB) وتساهم في النمو بواقع 69.2%.

أدى استمرار تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي إلى مواصلة دفع أسعار المحروقات السائلة والغازية نحو الانخفاض. فبعد التراجع الذي حدث في الثلاثي الأول من 2012، استمر الاتجاه نحو الانخفاض في 2013، إذ انخفض متوسط السعر السنوي لبرميل البترول الخام بنسبة 1.35% إلى 109.55 دولار مقابل 111.05 دولار في 2012، كما عرفت المحروقات الغازية نفس الديناميكية التراجعية بفقدانها 7.25% فيما يخص الغاز الطبيعي.

إجمالا تسبب تراجع أسعار الصادرات، المتوافق مع أحجام أقل من المحروقات المصدرة السائلة والغازية على حد سواء بواقع (- 7.4%) 99.3 مليون دولار ما يعادل طن من البترول، في انخفاض إيرادات الصادرات بـ 10.27% إلى 63.327 مليار دولار⁽¹⁾. ففي عام 2014، شكلت عائدات النفط والغاز 30% من الناتج المحلي الإجمالي، و 95% من الصادرات، و 60% من إيرادات الميزانية. وفي أفريل 2015، نشر صندوق النقد الدولي تقريراً⁽²⁾ مفصلاً عن توقعاته للاقتصاد العالمي، حيث توقع التقرير أن يتراجع النمو في الجزائر من 4,1% عام 2014 إلى 2,6% عام 2015، في حين أن البطالة سترتفع من النسبة 10,6% عام 2014 إلى 11,8% عام 2015. وتنستند هذه التوقعات على نقاط الضعف المالية والخارجية في البلاد، والتي يذكر التقرير أنها تفاقم بسبب الركود في أسعار النفط⁽³⁾.

وبصفة عامة وخلال سنوات 2000، وبفضل أسعار البترول المرتفعة التي سمحت بتحقيق معدلات استثمار عام وتوزيعات اجتماعية لم يسبق تحقيقها منذ الاستقلال، مستوى معيشة الأسر قد تطور بشكل لا يمكن إنكاره وهذا لجميع فئات المجتمع، فالوصول إلى الماء الصالح للشرب، لغاز

(1) بنك الجزائر، (نوفمبر 2014): التقرير السنوي 2013 - التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، <http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/rapport2013arabe.pdf>

(2) الموقع: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2015 /05 /30

(3) أزمة الاقتصاد الجزائري من منظور آخر، على الموقع الإلكتروني:

<https://chronicle.fanack.com/ar/algeria/economy/algerias-struggling-economy-in-perspective>، تم الاطلاع

على المقال في: 2015 /06 /01

المدينة، للسكن، وأيضا البنية التحتية القاعدية (الهاتف النقال، النقل..الخ) قد تطورت بشكل معتبر، البطالة انخفضت بالثلث خلال هذه المرحلة، ولكن هذه الفترة تميزت ب⁽¹⁾:

- نمو خارج المحروقات مرتفع نسبيا منذ سنة 2000 (PIB الحقيقي ارتفع من 4 إلى 6 %، PIB للفرد ارتفع بشكل كبير، ارتفاع استهلاك الأسر، انخفاض البطالة).
- ولكن هناك تحولات هيكلية في الاقتصاد:

- لا توجد تقريبا صادرات خارج المحروقات؛
- مساهمة الصناعة في PIB ضعيفة وفي انخفاض (من 7% سنة 2000 إلى 5% سنة 2011)؛

- ضعف نمو الخدمات ذات القيمة المضافة المرتفعة؛
- نمو الخدمات والتجارة غير الرسمية؛
- معدل الاستثمارات الأجنبية خارج المحروقات ضعيف.
- خلق مناصب عمل من قبل الاستثمار العام:
- أثر محدود فيما يتعلق بمناصب العمل الدائمة والوظائف التي تتطلب المهارات لأن مناصب العمل قد تحققت بشكل كبير في البناء والأشغال العمومية أو الخدمات والتجارة الغير رسمية؛
- العراقيل التي تعيق خلق وتنمية المؤسسات لم تسمح بالأثر المضاعف المتوقع للاستثمار العام نحو تنمية المؤسسات الخاصة؛
- القطاعات النامية لديها أثر تكنولوجي ضعيف وذات قيمة مضافة ضعيفة (قطاع الخدمات، التجارة، البناء والأشغال العمومية)، وتفتح القليل من مناصب العمل لذوي الشهادات.

- ارتباط قوي جدا بين معدل النمو، النفقات العامة وسعر البرميل من البترول:
- الميزانية العامة تتعلق بالجباية البترولية، الجباية خارج المحروقات غير قابلة للتوسع؛
- منذ 2011 ارتفاع مقلق في ميزانية التشغيل، التي لم تكن ممكنة إلا بفضل ارتفاع أسعار المحروقات، فأجور الموظفين لم يعد من الممكن تغطيتها بواسطة الجباية غير البترولية، وصندوق ضبط الموارد FRR قد أستخدم في تمويل عجز الميزانية؛
- في 2011 ولأول مرة فإن الإيرادات العادية للدولة (التي لا تأتي من المحروقات) لم تستطع حتى تغطية أجور الموظفين، رغم الوفرة المالية والأسعار المرتفعة لبرميل

⁽¹⁾ Bilan et situation en 2012, op.cit.

البترو. فنحن لا نحقق التوازن إلا إذا تجاوز سعر البرميل من البترول 110 دولار (هذا السعر التوازني كان 75 دولار سنة 2009 و 40 دولار سنة 2006).

2. تحديات القطاع الحقيقي الجزائري

1.2. قطاع المحروقات محرك الاقتصاد الجزائري

تبين الأرقام السابقة حول واقع الاقتصاد الحقيقي الجزائري أن أكثر هذه القطاعات مساهمة في الناتج الداخلي الخام هما قطاع المحروقات وقطاعات السلع خارج التبادل التجاري (قطاع الخدمات، البناء والأشغال العامة). إن هيكلية الاقتصاد الجزائري هذه، والتي تتميز بارتباطه الشديد بقطاع المحروقات، وتراجع قطاعات سلع التبادل التجاري (الفلاحة والصناعة)، تعود لعدة أسباب، من بينها:

- إن الاهتمام الكبير من قبل الدولة بقطاع المحروقات أدى إلى توسع الهوة بين أنشطة المحروقات المزدهرة وأنشطة القطاعات الصناعية الأخرى، فبينما تساهم المحروقات في رفع قدرات الاستيراد، فإن تراجع إنتاج الصناعات الأخرى يؤدي إلى انخفاض كبير في الصادرات خارج المحروقات. كما أن كثير من الصناعات الأخرى (صناعة السيارات، البناء،...) تستعمل عوامل إنتاج محلية (أراضي، يد عاملة، رؤوس أموال) مما يؤدي إلى خلق قائمة واسعة من الأنشطة الإنتاجية والمؤسسات التي من شأنها المساهمة في خفض البطالة وزيادة النمو، بينما تعتبر صناعة المحروقات مغلقة ومعزولة، ولها تأثير ضعيف على تطور قطاعات الاقتصاد الأخرى. ورغم هذه المكانة التي يحتلها قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري إلا أنه يعمل كقطاع مغلق، فهو لا يساهم في عوامل السوق المحلية ولا يوظف إلا ما نسبته 3% من مجموع العمالة المحلية، وهذا نظرا لكثافة رأس المال في استثمارات هذا القطاع⁽¹⁾.
- أما فيما يتعلق بقطاعي الصناعة والفلاحة فحتى الآن هناك بطء كبير وتردد فيما يتعلق بسياسة الإصلاح الموجه لهما، كما أن إصلاحات التعديل الهيكلي وحل المؤسسات العامة، وتحرير التجارة الخارجية ساهمت إلى حد كبير في إضعاف القطاع الصناعي المحلي. وخلال المرحلة ما بعد 1990 بدأت تظهر التأثيرات السلبية لانتعاش قطاع البترول على القطاع الصناعي الجزائري، فالفارق الكبير في النمو بين الصناعات البترولية المزدهرة وأنشطة القطاعات الصناعية الأخرى المتراجعة، هو ما يساهم لحد ما في دعم فرضية تعرض الاقتصاد الجزائري إلى المرض الهولندي⁽²⁾. غير أن هذا التأثير لم يكن من خلال تأثير سعر الصرف الحقيقي

⁽¹⁾ بن بوزيان محمد، (2011-2012): وفرة الموارد الطبيعية والنمو الاقتصادي - دراسة حالة الاقتصاد الجزائري، أطروحة دكتوراه غير

منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، ص 90

⁽²⁾ "المرض الهولندي" وهو ما يعنى به الاقتصاديون أن أي بلد يصدر مورد طبيعي تتدفق عليه عائدات كبيرة بالنقد الأجنبي وهو ما يؤدي إلى رفع قيمة العملة المحلية بسرعة شديدة إزاء العملات الدولية الأخرى، حيث يحد ارتفاع سعر صرف العملة المحلية من القدرات

بالدرجة الأولى، ولكن بعوامل أخرى ساهمت في تراجع القطاع الصناعي الجزائري، كان من أبرزها تميز هذا القطاع بكونه قطاعا كان محميا من المنافسة الخارجية بسبب القيود والرسوم الجمركية المرتفعة المفروضة على الواردات الأجنبية في سنوات السبعينات والثمانينات. وكونه أيضا ارتبط كثيرا بواردات المواد الأولية والتجهيز وقطع الغيار المستوردة، غير أنه مع بداية التسعينات واجه القطاع الصناعي الجزائري مشكلتين أساسيتين: أولا، انخفاض إيرادات الدولة وتقلص حجم الواردات أدى إلى انخفاض مدخلات القطاع الصناعي المحلي؛ وثانيا، اعتماد الجزائر سياسة تحرير الاقتصاد وتحرير التجارة الخارجية أدت إلى تعرض القطاع الصناعي لمنافسة أجنبية قوية، بالإضافة إلى العامل التقني وتأثيره على قائمة المنتجات التي انتهت لكونها قديمة وغير تنافسية مما اعتبر عائقا ليس فقط لتنمية الصناعة ولكن أيضا لوجود المؤسسات⁽¹⁾. والنتيجة كانت تراجع عام في القطاع الصناعي الجزائري فمنذ منتصف سنوات 1980، فإن الجزائر بدأت مرحلة شبه مستمرة من اللاتصنيع، حيث أن حصة الصناعة في PIB قد تراجعت إلى أقل من 6% في نهاية 2011، في حين أن هذه الحصة قد اقتربت من 20% في 1985. هناك علامة أخرى مقلقة لهذا التراجع الصناعي، معدل استثمار المؤسسات (العامة والخاصة والمختلطة) قد انهار وبشكل مستمر عن مستواه بأكثر من 30% في منتصف سنوات 1970 كما أن القطاع الخاص الصناعي ورغم التحسن الذي شهده مؤخرا إلا أنه غير قادر على تغطية التراجع الكبير في القطاع الصناعي العام⁽²⁾.

- وقد انعكست الهيكلة القطاعية للاقتصاد الجزائري على تركيبة الصادرات، حيث مازالت صادرات البترول تهيمن على إجمالي الصادرات الجزائرية، فصادرات المحروقات مثلت سنة 2014 أكثر من 95%⁽³⁾ من مجموع الصادرات، وهذه الوضعية لهيكلة الصادرات في الجزائر لم تتغير منذ الاستقلال حتى الوقت الحالي، بمعنى أن الاقتصاد الجزائري بقي يحتفظ بنفس الخصائص، أي اقتصاد يعتمد أساسا على إنتاج وتصدير النفط.

2.2. أهمية القطاع غير الرسمي

لم توفر الصناعات المهيمنة المعتمدة على النفط والغاز فرص عمل كافية. فمعظمها مشاريع ذات تقنية عالية تتطلب عدداً قليلاً من العمال. كما عجزت الصناعات الخفيفة وقطاع التجارة الرسمي عن استيعاب عدد الداخلين الجدد إلى سوق العمل. في الوقت ذاته، كان هناك نقص هيكلي في

التنافسية لمنتجات هذا البلد في السوق الدولية، إضافة إلى أن أسعار الواردات تصبح في الكثير من الحالات أرخص من أسعار المنتج المحلي.

(1) بن بوزيان محمد، المصدر سبق ذكره، ص ص 88-90

(2) Bilan et situation en 2012, op.cit.

(3) أزمة الاقتصاد الجزائري من منظور آخر، المصدر سبق ذكره.

السلع الاستهلاكية المصنعة في الجزائر، بينما السلع المستوردة أعلى كلفة في الغالب أو أقل توفراً. وقبل التسعينيات، ساهمت القيود التي فرضتها الدولة على الاستيراد في تأزم الوضع. لهذه الأسباب، تطورت سوق سوداء كبيرة في مرحلة مبكرة بعد الاستقلال. قابل احتكار الدولة الرسمي للتجارة الخارجية انتشار أعمال التجارة بالسلع غير المشروعة. يوظف الاقتصاد غير الرسمي نحو 40% من القوة العاملة الجزائرية.

ولا يشمل ذلك المعاملات المرتبطة بالسلع الاستهلاكية فحسب، وإنما أيضاً المدخلات الصناعية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة. ولطالما كان القطاع غير الرسمي موازياً - وفي الواقع مدمجاً في - للاقتصاد الرسمي الذي تسيطر عليه الدولة، حيث تتدفق السلع في كلا الاتجاهين. أحياناً يسلك إنتاج الشركات الحكومية مسارات ملحوظة قبل أن ينتهي به المطاف كمدخلات في نشاطات اقتصادية أخرى. يؤثر الاقتصاد غير الرسمي على مجموعة من القطاعات الاقتصادية، بما في ذلك البناء والزراعة، نظراً إلى أن الإنتاج الصناعي لا يتحول إلى أنشطة رسمية والأسعار تنخفض نتيجة الاستيراد غير القانوني.

السوق السوداء ليست خفية على الدولة، وغالباً ما يعترف المسؤولون الحكوميون بالدور الذي تلعبه. فلدائم أسبابهم للتعايش معها، مع أن هناك إمكانية لاستئصالها. وقد يضر وجود قطاع غير رسمي كبير بمصلحة الدولة على صعيد إيرادات الضرائب، إلا أنها أيضاً تخفف من مسؤولية الدولة لتوفير فرص العمل والسلع الاستهلاكية⁽¹⁾.

3. الاستثمار الحقيقي في الجزائر

حسب البيانات المقدمة من قبل الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار حول الاستثمارات المصرح بها خلال الفترة 2002-2013، وهي الفترة المصاحبة لبرامج الإنعاش⁽²⁾ الاقتصادي، يتضح مايلي⁽¹⁾:

(1) القطاع غير الرسمي، على الموقع الإلكتروني: <https://chronicle.fanack.com/ar/algeria/economy/informal-sector> تم الاطلاع على المقال في: 01/06/2015

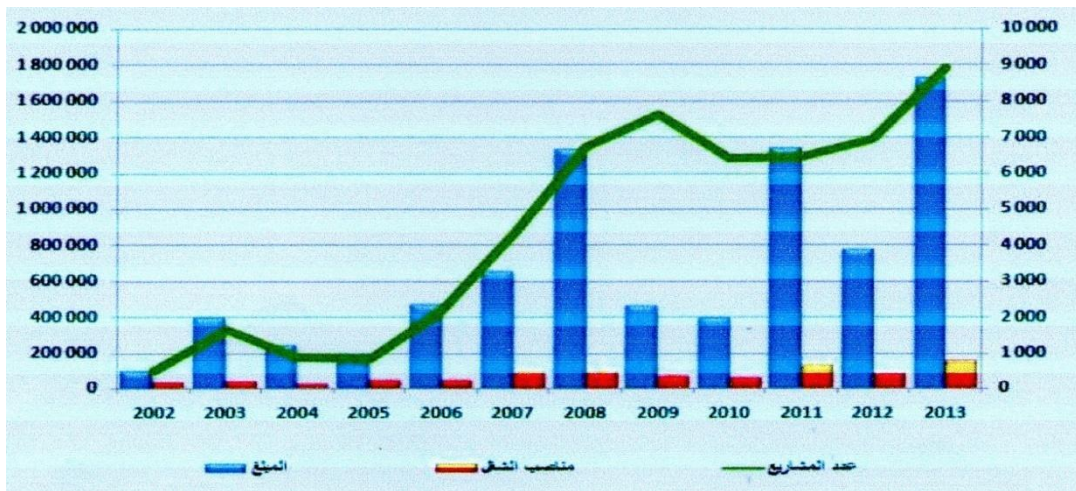
(2) برامج الإنعاش الاقتصادي هي عبارة عن سياسة مالية أو ميزانية توسعية تتمثل في صياغة وتنفيذ برامج استثمارات عمومية ضمن إطار سياسة الإقلاع الاقتصادي وتحفيز حركية الاستثمار والنمو من جديد. وقد أتمدت هذه البرامج في الجزائر من أجل تدارك التأخر التنموي الكبير الذي سببته مختلف الأزمات التي لحقت بالجزائر منذ الثمانينات وكانت سبباً مباشراً في حصول ركود شامل مس مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني. ومن الناحية النظرية فإن برامج الإنعاش الاقتصادي تستند على الأسس الفكرية للتوجهات الكينزية التي تنادي بضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال تعزيز الإنفاق الحكومي الذي يمثل مكوناً أساسياً من مكونات الطلب الفعال، الذي يعتبر المحدد الرئيسي لتحقيق توازن الاقتصاد وخاصة في الدول التي تعاني من ركود اقتصادي. حيث تسمح آلية تعزيز الإنفاق الحكومي بتحفيز الاستثمار بما يؤدي إلى تحقيق نمو في الاقتصاد الوطني وامتصاص معتبر من حجم البطالة، وفي هذا الإطار فإن برامج الإنعاش الاقتصادي تعتمد على عدد من السياسات المتمثلة أساساً في: التحويلات الاجتماعية المدفوعة للأفراد قصد زيادة الدخل وتحفيز الطلب كمنح البطالة والمساعدات الاجتماعية المختلفة والدعم الموجه للسلع ذات الاستهلاك الواسع، الإنفاق العمومي الكلي (استهلاكي واستثماري) الذي يحفز بدوره الطلب الكلي للإنتاج، مشاريع الأشغال الكبرى التي تقوم بها الدولة من خلال مشاريع البنى التحتية التي تمنح فرص حقيقية لتوفير مناصب شغل دائمة ومؤقتة، مباشرة وغير مباشرة، تخفيض العبء الضريبي على الشركات المنتجة مما يشجع على الاستثمار الخاص.. (علام عثمان، 2015): واقع المناخ الاستثماري في الجزائر مع الإشارة لبرامج الإنعاش الاقتصادي 2001-

1.3. الاستثمارات المصرح بها

قدر عدد المشاريع المصرح بها خلال الفترة 2002-2013 بـ 53207 مشروع استثماري بمبلغ إجمالي قدر بـ 8072482 مليون دينار جزائري، كما تم استحداث 853409 منصب شغل، في هذا المجال نلاحظ أن هناك تحسن من حيث ارتفاع عدد المشاريع المصرح بها بشكل لافت من 483 مشروع بمبلغ إجمالي 98276 مليون دينار سنة 2002 إلى 8895 مشروع بمبلغ إجمالي 1716136 مليون دينار سنة 2013، وتعكس هذه الأرقام المنحنى التصاعدي الذي طبع عدد الاستثمارات المصرح بها خلال هذه الفترة، والشكل التالي يشير إلى تطور عدد المشاريع المصرح بها خلال الفترة 2002-2013.

الشكل رقم (34): تطور المشاريع الاستثمارية المصرح بها في الجزائر خلال الفترة 2002-

2013



المصدر: بيانات التصريح بالاستثمار 2002-2014، الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2013>
تاريخ الاطلاع: 2015/05/14

حيث ساعدت السياسات المالية المتخذة من طرف الدولة ممثلة في تعزيز الإنفاق الحكومي لتحفيز الاستثمار، وخلق فرص أكثر للنشاط الاقتصادي في عدة مجالات من أهمها الصناعة والبناء والأشغال العمومية. فقد شهدت الفترة 2002-2013 تطور كبير في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر التي ارتفعت من 288587 مؤسسة سنة 2003 إلى ما يقارب 777818

2014، المنتدى العربي الأول للعقود الاقتصادية الجديدة بين المشروعات والتأهيلات التشريعية المنعقد يومي 25 و 28 جانفي 2015، شرم الشيخ، مصر.)

(1) علام عثمان، المصدر نفسه.

مؤسسة مع نهاية سنة 2013، حيث شهدت الفترة 2010 - 2013 لوحدها استحداث 208188 مؤسسة صغيرة ومتوسطة.

وقد ساعدت السياسات المالية المتخذة من طرف الدولة ضمن إطار برامج الإنعاش الاقتصادي، كما ساهمت في ذلك الآليات الموضوعة من طرف الدولة لتحفيز الشباب على إنشاء مؤسسات صغيرة ومتوسطة من خلال الوكالة الوطنية لتشغيل الشباب والوكالة الوطنية لدعم القرض المصغر⁽¹⁾.

2.3. طبيعة الاستثمارات المصرح بها

ستتم الإشارة في هذا المجال إلى طبيعة الاستثمارات المستحدثة من حيث كونها استثمار عام أو خاص، كما نتطرق أيضا إلى حجم الاستثمار الأجنبي والمحلي من إجمالي الاستثمارات المستحدثة:

من خلال البيانات المقدمة من قبل الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، يتبين بأن القطاع الخاص استحوذ على أكبر عدد من الاستثمارات المصرح بها خلال الفترة 2002 - 2013، حيث ساهم القطاع الخاص بنسبة 98.45% من إجمالي الاستثمارات المصرح بها، كما ساهم في استقطاب 85.31% من إجمالي مناصب الشغل المستحدثة، وذلك من خلال مساهمته بمبلغ إجمالي قدر بـ 4663864 مليون دينار جزائري، وهو ما يمثل 57.77% من إجمالي المبالغ الموجهة للاستثمار خلال تلك الفترة، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (05): توزيع الاستثمارات المصرح بها في الجزائر خلال الفترة 2002 - 2013

حسب الإطار القانوني

عدد المشاريع	المبلغ الإجمالي (مليون دج)	عدد مناصب الشغل المستحدثة	
استثمار خاص	52381	4663864	728035
استثمار عمومي	757	2465603	100085
استثمار مختلط	69	943015	25289
المجموع	53207	8072482	853409

المصدر: تم إعداده اعتمادا على بيانات الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار:

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement?id=395>

فيما يتعلق بنوع الاستثمارات المصرح بها خلال نفس الفترة، تم تسجيل 52739 مشروع استثمار محلي بمبلغ إجمالي بلغ 6050318 مليون دينار، مقابل 468 مشروع استثمار أجنبي بمبلغ إجمالي قدر بـ 2022164 مليون دينار، حيث ساهمت الاستثمارات المحلية في استقطاب 89% من اليد العاملة من إجمالي اليد العاملة المستحدثة خلال هذه الفترة، ومن خلال هذه الإحصائيات

(1) علام عثمان، المصدر سبق ذكره.

نلاحظ محدودية الاستثمارات الأجنبية المستقطبة في الجزائر مقارنة بما تتوفر عليه الجزائر من فرص الاستثمار.

ومن حيث مصدر الاستثمارات الأجنبية المصرح بها خلال الفترة 2002-2013 تأتي الدول العربية والدول الأوروبية في مقدمة الدول المستثمرة في الجزائر رغم أن قيمة الاستثمار لا تزال محدودة جدا، حيث استثمرت الدول العربية ما قيمته 1237112 مليون دينار جزائري عبر إقامة 154 مشروع استثماري، أما الدول الأوروبية فقد استثمرت ما قيمته 521531 مليون دينار عبر إقامة 257 مشروع خلال نفس الفترة السابقة⁽¹⁾.

ومن خلال ما تم عرضه يمكن القول بأنه بالرغم من تحسن الاتجاه العام لحركة الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 2001-2014 غير أن ذلك يبقى محدود جدا مقارنة بحجم الموارد المالية الضخمة التي تم اعتمادها عبر مختلف برامج الإنعاش الاقتصادي والتي هدفت أساسا إلى تأهيل الاقتصاد الوطني ورفع كفاءته، حيث لا يزال حجم الاستثمار المحلي والأجنبي بعيد عن المستوى المطلوب الذي يمكن الجزائر من تحقيق معدل نمو طموح خارج قطاع المحروقات.

⁽¹⁾ علام عثمان، المصدر سبق ذكره.

المطلب الثاني: مقومات الاستثمار الحقيقي في الجزائر

إن النشاط الاستثماري كما هو معروف نظريا مرتبط بشكل كبير بحجم العائد المتوقع والمحيط العام المعبر عنه بعنصر المخاطرة. وفي هذا المجال تشكل الانجازات الحقيقية المحققة في الجزائر خلال العقد الأول من الألفية بمثابة دعامة حقيقية للاستثمار الداخلي والخارجي، ومن أهم هذه المقومات ما يلي:

1. المقومات القانونية والتنظيمية

انتهجت الجزائر منذ التسعينات جملة من الإصلاحات الاقتصادية للانتقال من الاقتصاد الموجه نحو اقتصاد السوق، وتبعت ذلك بجملة من الإصلاحات السياسية والتشريعية لتوفر إطار مناسب للتوجهات الاقتصادية المنتهجة، وفي هذا المجال حرصت الجزائر على توفير مناخ يسمح بجذب الاستثمار المحلي والأجنبي من خلال توفير إطار تشريعي وتنظيمي يسمح بجذب وتجسيد مختلف الاستثمارات، وضمن هذا السياق فقد تم إصدار عدة قوانين وتشريعات، وفيما يلي إشارة لأهم المبادرات التي قامت بها الجزائر فيما يتعلق بتوفير الإطار القانوني المحفز للاستثمار:

1.1. قانون النقد والقرض 90-10

بالرغم من أن قانون النقد والقرض 90-10 يهدف إلى تفعيل السياسة النقدية، مما يعني أنه ليس بقانون للاستثمار، إلا أنه أكد على مجموعة من المبادئ التي تسمح للأجانب بمزاولة أنشطتهم الاستثمارية في الجزائر، ومن بينها⁽¹⁾:

- حرية الاستثمار من خلال السماح للمقيمين وغير المقيمين بتجسيد مشاريع الاستثمار الأجنبي في مختلف الفروع المخصصة ضمن شروط محددة تتضمن ضرورة جلب التكنولوجيا، تطوير القوة العاملة، تحقيق توازن سوق الصرف؛
- القبول بشروط ومبادئ التحكيم الدولي في فض المنازعات والخلافات المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية؛

- تعزيز دور الجهاز المصرفي في تمويل الاقتصاد.

2.1. المرسوم التشريعي 12-93 الصادر في 15 أكتوبر 1993 الخاص بترقية الاستثمار

- حيث تضمن هذا القانون على كل الآليات المنظمة للاستثمار في الجزائر وفق ما يلي:
- تسهيل الآليات المتعلقة بالاستثمار المحلي والأجنبي من خلال تخفيف الإجراءات المرافقة وتقديم حوافز جمركية وضريبية؛

⁽¹⁾ رابح حدة و كرامة مروة، (2012): تقييم التجربة الجزائرية في مجال جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية - دراسة حالة، مجلة أبحاث اقتصادية (العدد 12)، جامعة بسكرة، الجزائر، ص ص 66-72

- الإقرار بمبدأ التحكيم الدولي لفض المنازعات وضمان تحويل الأرباح ورأس المال بالنسبة للمستثمرين الأجانب، حيث صادقت الجزائر على اتفاقية المنظمة الدولية لضمان الاستثمارات سنة 1995؛
- إنشاء الوكالة الوطنية لمتابعة وترقية الاستثمارات التي تعمل على دعم وتوجيه المستثمرين المحليين والأجانب.

3.1. الأمر 01- 03 المؤرخ في 20 أوت 2001

- جاء هذا الأمر وفق 6 محاور أساسية تم تناولها في 36 مادة ليعيد النظر في الآليات التي ارتكز عليها المرسوم التشريعي 12- 93 الذي لم يحقق الأهداف المرجوة في تعزيز الاستثمار المحلي وجذب الاستثمار الأجنبي، وقد جاء في هذا الأمر التأكيد على⁽¹⁾:
- توسيع نطاق الاستثمار ليشمل اقتناء أصول في إطار استحداث مشاريع جديدة أو توسيع مشاريع قائمة، كما أن المساهمة في المؤسسات تكون بحصة نقدية أو عينية، وتطرق أيضا إلى المفهوم الجديد للخصخصة الكلية والجزئية في منح الامتيازات؛
 - المساواة بين المستثمر المحلي والأجنبي؛
 - إلغاء التمييز بين الاستثمار الخاص والعام؛
 - أكد الأمر على ضمان استقرار التشريع من خلال استمرارية العمل وفق أرضية معروفة غير خاضعة للتغير الفجائي؛
 - تضمن الأمر على منح مزايا وتسهيلات ضمن إطار عام كالاستفادة من الإعفاء الجمركي للتجهيزات المستوردة التي تدخل مباشرة في دائرة الإنتاج؛
 - تحديد الهيئات المكلفة بتسيير ملف الاستثمار في الجزائر والمتمثلة أساسا في:
 - **المجلس الوطني للاستثمار**: يترأس هذا المجلس رئيس الحكومة، وتتمثل المهام الرئيسية للمجلس في صياغة الاستراتيجيات والآليات المناسبة فيما يتعلق بترقية الاستثمار وتوفير الوسائل الضرورية لتحقيق ذلك ضمن الشروط المحددة في القانون، كما ينظر المجلس في الشكاوى والطعون المقدمة من طرف المستثمرين.
 - **الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار**: أنشئت الوكالة الوطنية باعتبارها مؤسسة عمومية تتمتع بالطابع المعنوي والاستقلال المالي لتخلف وكالة ترقية ودعم الاستثمار 1993-2000.
 - والوكالة مخولة قانونا بضمان متابعة وترقية الاستثمار، مراقبة المستثمرين وتسهيل الإجراءات

⁽¹⁾ Ordonnance n° 01- 03 du 20 aout 2001 relative au développement de l'investissement, disponible sur le lien : <http://www.energy.gov.dz/legis/ordonnance-01-03.pdf>, consulté le : 10/10/2011

الإدارية لتجسيد المشاريع الاستثمارية المتاحة في الجزائر، ضمان احترام المستثمرين للقوانين والإجراءات المعمول بها في الجزائر⁽¹⁾.

○ **الشباك الموحد:** تم استحداث الشباك الموحد ضمن الهيكل اللامركزي للوكالة الوطنية لترقية الاستثمار للحد من المظاهر البيروقراطية وتسهيل الإجراءات الإدارية لصالح المستثمرين، وهو جزء من الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار على المستوى المحلي حيث أنشئ على مستوى الولاية وبضم إلى جانب إدارات الوكالة ممثلين عن الإدارات التي تدخل في مختلف المسائل المتعلقة بالاستثمار وهي كما يلي: المركز الوطني للسجل التجاري، مصالح الضرائب، مصالح أملاك الدولة، مصالح الجمارك، مصالح التعمير، التهيئة العمرانية والبيئة، التشغيل والعمل، الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية وصندوق الضمان الاجتماعي لغير الأجراء، مأمور المجلس الشعبي البلدي، ممثل لجنة الضبط على تحديد الموقع وترقية الاستثمارات والضبط العقاري. حيث توفر الوكالة للمستثمرين من خلال تفويض المصالح المعنية في أجل أقصاه 60 يوم من تاريخ إيداع الوثائق الضرورية لانجاز الاستثمار⁽²⁾. وعليه فإن الشباك الوحيد يعتبر آلية جيدة لتعزيز الاستثمار، ويعالج مختلف العقبات الإدارية التي تقف أمام تجسيد المشاريع الاستثمارية، حيث يضطلع الشباك الموحد بـ:

- إقامة وإصدار شهادات الإيداع وقرار منح المزايا؛
- التكفل بالملفات المرتبطة بالإدارات الحكومية والهيئات الممثلة داخل الشباك الوحيد وإيصالها إلى المصالح المختصة وصياغتها النهائية الجيدة؛
- تأسيس وتسجيل الشركات؛
- منح الموافقات والتراخيص بما في ذلك إصدار تراخيص البناء؛
- استقبال المستثمرين وتوجيههم.

4.1.4. الأمر 06- 08 المؤرخ في 15 جويلية 2006 المتضمن استحداث تشريع منظم

للاستثمار يعدل ويتمم الأمر 01- 03

وقد جاء هذا التعديل ليعطي مجالا واسعا لتعزيز الاستثمار، ومن الناحية التنظيمية فقد أصبحت كل المسائل المتعلقة بالاستثمار تخضع لثلاث مستويات أساسية، فعلى المستوى الاستراتيجي يبقى المجلس الوطني للاستثمار مخول بكل القضايا الإستراتيجية المرتبطة بالاستثمار؛ أما على المستوى السياسي أصبحت وزارة الصناعة وترقية الاستثمار مكلفة بإعداد السياسات والخطط

⁽¹⁾ الموقع الإلكتروني للوكالة الوطنية لترقية الاستثمار : <http://www.andi.dz>، تاريخ الاطلاع: 2014/02/14

⁽²⁾ بلعوج بولعيد، (2010): معوقات الاستثمار في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا (العدد 04)، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، ص 44

الوطنية المتعلقة بالاستثمار ومتابعة تنفيذها ؛ وعلى المستوى التنفيذي تبقى الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار تعمل من أجل تعزيز فرص الاستثمار المحلي والأجنبي، ونشير إلى أنه تم التأكيد مرة أخرى من خلال الأمر 06-08 على مبادئ أساسية أهمها⁽¹⁾:

- مبدأ حرية الاستثمار؛
- إزالة كافة القيود الإدارية؛
- ضمان حرية تحويل رأس المال والعوائد المترتبة عنه والتأكيد على عدم اللجوء للتأميم؛
- مبدأ منح المزايا والحوافز المستحقة على الاستثمار.

2. المقومات الاقتصادية

يتأثر الاستثمار بشكل مباشر بمختلف العوامل الاقتصادية، وضمن هذا الإطار حرصت الدولة الجزائرية من خلال برامج الإنعاش الاقتصادي على توفير الظروف الاقتصادية المناسبة لتجسيد مختلف المشاريع الاستثمارية عن طريق تأهيل الاقتصاد الوطني وجعله أكثر تنافسية، حيث تشير الإحصائيات إلى تحسن الإطار الاقتصادي المحفز للاستثمار خاصة خلال السنوات الأخيرة، وذلك وفق ما يلي:

1.2. الاستقرار الاقتصادي

تتمتع الجزائر باستقرار اقتصادي نتيجة الاستقرار السياسي الذي تعيشه البلاد بعد العشرية السوداء التي عانت فيها الجزائر من ويلات الإرهاب خلال العقد الأخير من القرن الماضي، وتتضح ملامح هذا الاستقرار من خلال تحسن المؤشرات الاقتصادية الكلية منها:

- تطور الناتج الداخلي الخام: تطور قيمة PIB في الجزائر، حيث تضاعف بحوالي أربع مرات خلال الفترة 2001-2014 ليرتفع من 4123 مليار دينار جزائري سنة 2000 إلى 15569 مليار دينار جزائري سنة 2013⁽²⁾؛
- تحسن معدل النمو الاقتصادي: حيث انتقل من 2% سنة 2001 إلى 3.2% سنة 2012، كما سجلت الجزائر معدل نمو مشجع خارج قطاع المحروقات قدر بـ 7.1% سنة 2012 مقابل 6.8% كمتوسط خلال الفترة 2005-2012؛
- انخفاض في إجمالي الديون الخارجية: تراجعت الديون الخارجية للجزائر إلى مستوى 3.9 مليار دولار أمريكي مقابل 30 مليار دولار أمريكي عام 2001؛

⁽¹⁾ وصاف سعيدي و قويدري محمد، (2008): واقع مناخ الاستثمار في الجزائر بين الحوافز والعوائق، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 08)، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، ص ص 40-41

⁽²⁾ حسابات الناتج الداخلي الخام، الديوان الوطني للإحصائيات، على الموقع:

http://www.ons.dz/IMG/pdf/PIB_SCN_aff2000-2013.pdf، تاريخ الاطلاع: 2014/11/10

- ارتفاع احتياطي الصرف: ارتفع إجمالي احتياطي الصرف في الجزائر إلى 193 مليار دولار أمريكي سنة 2012 مقابل 18 مليار دولار أمريكي سنة 2001⁽¹⁾؛
- تحسن في معدل البطالة والتضخم: سجلت الجزائر خلال الفترة 2001-2014 انخفاض محسوس في معدل البطالة حيث قدرت بـ 10 % سنة 2011 مقابل 28.8 % سنة 2000⁽²⁾، في حين بقي معدل التضخم عند مستوى مقبول قدر بـ 4.5 % سنة 2013.
- **تكلفة موارد الطاقة:** تعتبر تكلفة موارد الطاقة من كهرباء وغاز بمثابة فرصة حقيقية لمن يستثمر في الجزائر بالنظر لانخفاضها مقارنة بالعديد من دول المنطقة، حيث تتراوح تكلفة الغاز الطبيعي ما بين 0.18 إلى 0.37 أورو/ حراري، في حين تقدر تكلفة الكهرباء بـ 1.14 أورو / كيلوواط ساعة للمتوسط.

2.2. حجم السوق المحلي ونموها

يقارب عدد سكان الجزائر 40 مليون نسمة، ومع التحسن المسجل خلال الفترة 2001-2014 في دخل الأفراد حيث ارتفع نصيب الفرد من PIB من 274711.69 دج سنة 2007 إلى 394395.2 دج سنة 2011⁽³⁾، وهو ما يشكل حافز قوي لجذب الاستثمارات التي تتأثر بزيادة الطلب.

ومن ناحية أخرى فإن الموقع الجيوستراتيجي للجزائر المجاور للأسواق الأوروبية، الإفريقية والعربية يتيح فرصا أكبر للنفوذ لمختلف الأسواق⁽⁴⁾، الأمر الذي يعطي مجالا أوسع للمستثمرين في الجزائر إلى تسويق منتجاتهم في مختلف الأسواق خاصة في ظل سعي الجزائر للانضمام إلى المنظمات الإقليمية والدولية المعنية بقضايا التجارة⁽⁵⁾.

3.2. توفير البنية التحتية

تعتبر البنية التحتية المحفز الأساسي للنمو الاقتصادي الذي يشكل ركيزة أساسية من ركائز التنمية ويضمن استمرارية وكفاءة النشاط الاقتصادي، حيث أن توفر بنية تحتية متوافقة مع المعايير

(1) البيانات الخاصة بالدين الخارجي واحتياطي الصرف، الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، على الموقع:

<http://www.andi.dz/index.php/ar/raisons-pour-investir>، تاريخ الاطلاع: 2015 / 01/02

(2) الديوان الوطني للإحصائيات، على الموقع: http://www.ons.dz/IMG/pdf/CH2-EMPLOI_arab.pdf، تاريخ الاطلاع: 2015/01/02

(3) إحصائيات المجمعات الاقتصادية، الديوان الوطني للإحصائيات، على الموقع:

<http://www.ons.dz/IMG/pdf/qagregat07-11.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2015/02/02

(4) هناك أسواق حدودية مهمة يمكن النفوذ إليها باعتبار أن الجزائر دولة حدودية مع كل من تونس، ليبيا، النيجر، مالي، المغرب، موريتانيا،

(5) انضمام الجزائر إلى اتفاقية المنطقة العربية للتبادل الحر، التوقيع المرتقب على اتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي، والعضوية المرتقبة في منظمة التجارة العالمية.

الدولية يسمح بتخفيض التكاليف، الأمر الذي يجعل المؤسسات تتمتع بقدرة تنافسية أكبر. وضمن هذا الإطار فقد حرصت الدولة الجزائرية من خلال برامج الإنعاش الاقتصادي على تعزيز وتطوير شبكة البنية التحتية في الجزائر التي تطورت كثيرا خلال العقد الأول من القرن 21، حيث تحقق ما يلي⁽¹⁾:

- يبلغ طول شبكة الطرق في الجزائر 112039 كلم، أهمها الطريق السيار شرق-غرب الذي يربط شرق البلاد بغربها؛
- يقدر عدد المطارات في الجزائر بـ 35 مطار من بينها 13 مطار دولي تتوزع بين مختلف مناطق البلاد؛
- يتم حاليا العمل على تطوير شبكة السكك الحديدية التي يقدر طولها بـ 4200 كلم بما في ذلك جزء مكهرب، علما أن أشغال الانجاز جارية لتبلغ طول الشبكة 12000 كلم بحلول 2017؛
- فيما يتعلق بالبنية التحتية البحرية فيقدر عدد الموانئ في الجزائر بـ 51 ميناء بحري من بينها 11 ميناء تجاري ومينائين للبترول.

4.2. الحوافز الجبائية

- في إطار سعيها لتحفيز واستقطاب مختلف أنواع الاستثمار قدمت الجزائر العديد من التسهيلات والحوافز الجبائية المشجعة على الاستثمار، من أهمها⁽²⁾:
- تخفيض الضريبة على أرباح الشركات بنسبة 15% و 20% لفائدة كل من المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة في الولايات القابلة للاستفادة من مساعدة صندوق الهضاب العليا والمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة في الولايات القابلة للاستفادة من مساعدة صندوق الجنوب على التوالي. كما يتم تقليص الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات بنسبة 50% على الاستثمارات المتواجدة في كل من ولايات أدرار، اليزي، تندوف وتمنراست لمدة خمس سنوات.
 - الإعفاء الدائم من الرسم على النشاط المهني والضريبة على أرباح الشركات بالنسبة لعمليات بيع السلع والخدمات الموجهة للتصدير.
 - تقليص الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، حسب الحالة، لفائدة المؤسسات التي تستحدث مناصب شغل جديدة وتحافظ عليها، وطبق هذا الإجراء لمدة أربع سنوات ابتداء من 1 جانفي 2007.

⁽¹⁾ الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، على الرابط: <http://www.andi.dz/index.php/ar/raisons-pour-investir>، تاريخ

الاطلاع: 2014/08/14

⁽²⁾ الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، على الرابط: [http://www.andi.dz/index.php/ar/mesures-d-appui-au-](http://www.andi.dz/index.php/ar/mesures-d-appui-au-financement-des-entreprises)

الاطلاع: 2014/05/12

- تمديد فترة الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات، من 03 إلى 05 سنوات لفائدة المؤسسات التي تستحدث أكثر من 100 منصب شغل عند انطلاق النشاط، وتمديد فترة الإعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات لمدة سنتين لفائدة المقاولين الشباب المؤهلين للاستفادة من صندوق دعم تشغيل الشباب الذين يلتزمون بتوظيف ثلاث مستخدمين على الأقل لمدة غير محدودة.

- تخفيض الرسم على النشاط المهني بنسبة 30% بخصوص عمليات البيع التي يقوم بها المنتجون والبائعون بالجملة والمتعلقة بالأدوية المصنعة محليا.

5.2. الحوافز المالية: وفرت الدولة الجزائرية آليات متعددة لجذب وتحفيز الاستثمارات من خلال اتخاذ إجراءات تتعلق بتوفير مصادر التمويل من خلال شبكة من البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة التي تقدم تسهيلات وتحفيزات تصب في إطار دعم الاستثمار، كما يساهم صندوق الاستثمار الوطني في تعزيز فرص الاستثمار حيث يمكن أن تصل نسبة مشاركته في المشاريع الاستثمارية إلى 34% وفيما يلي إشارة لأهم الحوافز المالية الممنوحة في مجال الاستثمار في الجزائر:

- تخفيض نسبة الفائدة للقروض الممنوحة من قبل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنسبة تتراوح ما بين 0.25% و 1.5% حسب موقع المشروع؛
- رفع الحد الأقصى للضمان المالي الممنوح من قبل صندوق الضمان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من 50 إلى 250 مليون دينار؛
- تعزيز نظام التمويل البنكي التقليدي، من خلال تطوير صيغة الإيجار الموجه للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة والتي توفر إطارا ملائما مع مزايا جبائية هامة لتمويل الاستثمارات الخاصة بسلع التجهيز؛
- رفع المخصص المالي لصندوق الضمان للوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب من 20 إلى 40 مليار دينار؛
- إنشاء صناديق للاستثمارات على مستوى الولايات تساهم في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينشئها المقاولون الشباب؛
- إقرار تخفيضات من قبل الخزينة على القروض التي تمنحها البنوك والمؤسسات المالية للمقرنين العقاريين الذين يشاركون في انجاز برامج سكنية؛
- دعم الخزينة لفوترة الكهرباء بخصوص النشاطات الاقتصادية خارج قطاع الفلاحة في ولايات الجنوب؛

- منح قروض بدون فوائد تتباين وفق كلفة انجاز المشروع تتراوح ما بين 20% و 25% بالنسبة للمشاريع التي لا تتجاوز تكلفتها 5 مليون دينار، كما تمنح قروض بدون فوائد تصل إلى نسبة 22% بالنسبة للاستثمارات التي تتجز في مناطق خاصة في ولايات الجنوب والهضاب العليا ؛
- منح قرض بنكي لا يتجاوز 70% من المبلغ الإجمالي للاستثمار ؛
- قيام الخزينة العمومية بوضع خط قرض طويل المدى بقيمة 100 مليار دينار قابلة للتجديد تحت تصرف البنوك العمومية لتمكينها من تمويل المشاريع التي يحتاج نضجها إلى فترة طويلة ؛
- إطلاق شركات عمومية للبيع الإيجاري ابتداء من مارس 2011 بغية تخفيف تكاليف بيع التجهيزات بالإيجار لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في اللجوء إلى هذا الجهاز.

المطلب الثالث: معوقات الاستثمار الحقيقي في الجزائر

بالرغم من أهمية الاستثمار الخاص في الاقتصاد الوطني، والاهتمام الذي توليه له السلطات العمومية ولتطويره، إلا أن هذه المؤسسات لازالت تواجه العديد من المعوقات التي تعترض سبيل عملها وتطورها، ورغم ما حقته المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص في مجال النمو والمساهمة في التنمية الوطنية وفي تكوين الناتج الداخلي الخام، إلا أنها لم تحظ بعد بالعناية الكافية في معالجة العوائق التي تعترضها، والتي تختلف حسب درجة شدتها وارتباطها بمراحل نمو المؤسسة المختلفة، فنجد:

1. العراقيل الإجرائية (الإدارية والقانونية)

يتسم المحيط التنظيمي للنشاط الاستثماري الخاص في الجزائر بعراقيل إدارية تتمثل خاصة في: تعقد القوانين والإجراءات التنظيمية، قلة الإحاطة بالقوانين السارية وعدم الشفافية واحترام النصوص، الأمر الذي يجعل م.ص.م غير قادرة على التصدي للمظاهر السلبية التالية:

- البيروقراطية الإدارية والإجراءات المعقدة التي تتطلب العديد من الوثائق والجهات التي يجب الاتصال بها، مما يجعل المحيط الإداري غير مساعد من جراء بطء العمليات ونقص الإعلام، وكذا ازدواجية الوثائق المطلوبة، فعلى سبيل المثال: "يستدعي الحصول على سجل تجاري وقتا طويلا وتقديم أكثر من 18 وثيقة، والمدة اللازمة لتطبيق الإجراءات الإدارية لإقامة مشروع تزيد عن ثلاثة أشهر، والمدة المتوسطة لانطلاق المشروع في مرحلة التشغيل تصل إلى خمس سنوات". إذن فمشكل البيروقراطية يشكل أكبر حاجز تتحطم عليه إرادة الاستثمار في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة الصناعية؛
- عدم وجود استقرار في القوانين والتشريعات التي تحكم وتنظم سير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ونقص في تطبيق النصوص من طرف الهياكل المعنية مثل: البنوك، الإدارات العمومية، الصناديق الوطنية... الخ؛
- نظام قضائي ثقيل ومعرقل، ونقص خبرة القضاة خاصة من الناحية التجارية؛
- ضعف المستوى التكويني للإطارات الإدارية فهي لا تتماشى مع الأنظمة الحديثة لإدارة الأعمال واقتصاد السوق والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نتيجة غياب سياسة تكوينية واضحة وممنهجة لفئة الإطارات⁽¹⁾؛

⁽¹⁾ Ministère de la petite et moyenne entreprise et de l'artisanat, (janvier 2004) : **Actes des assises nationales de la PME**, pp 43- 48

- نقص خبرة مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المجال الإداري والمالي وحتى الإمكانات، وتمتاز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بأنماط تسيير أقل من الحد الأدنى الذي يتطلبه اقتصاد تسوده المنافسة مع غياب تأهيل فعال وسريع لها⁽¹⁾.

2. العراقيل المرتبطة بالعقار الصناعي

يعد الحصول على العقار المناسب أحد المشاكل الأساسية لتوطين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بسبب:

- صعوبة الحصول على عقد للملكية أو عقد إيجار بالرغم من أهميته للحصول على التراخيص الأخرى كالقروض البنكية والامتيازات الأخرى مثلا، بسبب عدم تحرر سوق العقار بشكل يحفز على الاستثمار لحد الآن، ولغياب سلطة اتخاذ القرار حول تخصص الأراضي وتسيير المساحات الصناعية⁽²⁾؛

- التمييز بين القطاع العام والخاص في مجال تمليك أو كراء العقارات حيث تبقى الأولوية دائما للقطاع العام، وهو ما يتناقض مع النصوص التشريعية؛

- أغلبية العقارات الاستثمارية غير مستعملة فهي تبقى حكر لمؤسسات عمومية مفلسة أو أملاك خواص يحتفظون بها من أجل المضاربة؛

- عدم وجود سعر محدد للمتر المربع الواحد أو سعر مدعم خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتشجيعها للحصول على عقار⁽³⁾؛

- التوزيع غير العادل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين المناطق الحضرية والنائية يصعب من عملية الحصول على عقار لإقامة المشروع ، نظرا لما تتميز به المناطق الحضرية من كثافة سكانية كبيرة تقلل من مساحة الأراضي الصناعية.

3. عراقيل جبائية وجمركية

من الملاحظ أن الجباية والأعباء الاجتماعية معيقة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة رغم إجراءات التخفيف المنتهجة⁽⁴⁾، وتظهر هذه العوائق على مستوى:

- فرض ضريبة إضافية خاصة على الإنتاج الوطني؛

⁽¹⁾ مهدي ميلود، (2006): دور التمويل الإسلامي في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية مع التركيز على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول إصلاح المنظومة البنكية المنعقد يومي 24 و 25 أبريل 2006، المركز الجامعي بشار، الجزائر.

⁽²⁾ صالح صالح، (2004): أساليب تنمية المشروعات المصغرة والصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 03)، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، ص 14

⁽³⁾ Ministère de la petite et moyenne entreprise et de l'artisanat, op.cit, pp 46-47

⁽⁴⁾ إجراءات التخفيف المقصود بها إما الإعفاء التام من الضريبة مثل VF الدفع الجزافي أو خفض من معدلها بنسبة معينة مثل ما حصل مع الرسم على القيمة المضافة (TVA) أو الضريبة على أرباح الشركات (IBS).

- اشتراكات أرباب العمل فيما يخص الضمان الاجتماعي للأجراء وغير الأجراء مرتفعة تنقل كاهل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- نسب الضرائب والرسوم المقتطعة على أنشطة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال مرحلة الاستغلال تؤدي إلى ارتفاع الضغط الجبائي الذي كان من نتائجه توقف العديد منها عن النشاط؛
- صعوبات جمركية نتيجة الإجراءات المتخذة من طرف الإدارة الجمركية التي لم تتكيف مع القوانين والآليات الجمركية الدولية؛
- ارتفاع الضغط الجبائي بسبب تطبيق الرسم الإضافي الخاص، يؤدي إلى ارتفاع سعر تكلفة المنتجات المصنعة الناتجة عن إعادة تقييم الأموال الثابتة والمواد الأولية المستوردة الناتجة عن انخفاض قيمة العملة، وكذلك كساد الإنتاج المصنع محليا الراجع إلى انخفاض القدرة الشرائية والمنافسة الغير مشروعة في كثير من الأحيان للإنتاج المستورد.
- إن الأعباء الضريبية التي تتحملها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تساعد بأي حال من الأحوال على العمل الإنتاجي، بل تؤدي إلى تنامي العديد من الأنشطة الموازية التي تصب في خانة التهرب الضريبي، زيادة على ذلك فإن النظام الجمركي يشكل أحد العقبات التي تعيق نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا لما يتميز به من بيروقراطية كبيرة. وبما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تساهم في التنمية وإنشاء مناصب عمل بشكل فعال، فهي تساهم في تطوير الاقتصاد دون الحاجة إلى اقتطاع الضرائب والرسوم الجمركية على أنشطتها، وربما تكون سياسة الإعفاء الشامل من الضرائب والرسوم الجمركية أكثر فعالية لضمان نموها وتطورها⁽¹⁾.

4. عراقيل مالية

- تمثل العراقيل التمويلية أكبر العقبات التي تواجه الاستثمار الخاص وخاصة المؤسسات المصغرة لأنها تمتلك قدرات مالية محدودة، فنجد أن المشاكل المالية تعترض تلك المؤسسات مع البنوك الجزائرية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:
- نقص المعلومات المالية خاصة فيما يتعلق بالجوانب التي تستفيد منها المؤسسات كالإعفاءات؛
- ضعف الشفافية في تسيير منح القروض رغم أن الأصل في القرض خاضع للإشهار⁽²⁾؛

(1) سليمان ناصر و محسن عواطف، (2014): قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل تنموي للاقتصاد الجزائري خارج قطاع المحروقات، المعوقات والحلول، الملتقى الدولي الأول حول تقييم استراتيجيات وسياسات الجزائر الاقتصادية لاستقطاب الاستثمارات البديلة للمحروقات في آفاق الألفية الثالثة بالجزائر المنعقد يومي 28 و 29 أكتوبر 2014، بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر.

(2) مصيطني عبد اللطيف و بلعور سليمان، (2004): إشكالية التمويل البنكي، الملتقى الوطني الأول حول فرص الاستثمار بولاية غرداية ودور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الواقع والتحديات المنعقد يومي 02 و 03 مارس 2004، ملحقه المعهد الوطني للتجارة، مثلي، غرداية، الجزائر.

- الفضاءات الوسيطة كالبورصة سواء كانت مالية أم تجارية تمثل فضاء إعلاميا وتنشيطيا وتشاوريا هاما، أما في الجزائر فنلاحظ غياب هذا الدور بسبب عدم فعاليتها، وبالتالي غياب سوق مالي منوع يسمح بالمفاضلة بين مجموعة من بدائل التمويل؛
- غياب بنوك متخصصة في تمويل الاستثمارات الخاصة؛
- عدم تأقلم التشريع مع التطور وتحول الاقتصاد الوطني نحو اقتصاد السوق، ويتمثل ذلك خاصة في التعامل الصارم لموظفي البنوك في معالجة طلبات القروض؛
- الشروط الصعبة للاستفادة من قروض بنكية لتغطية احتياجات التسيير أو الاستثمار بالإضافة إلى استغراق إجراءات تحويل الأموال لوقت طويل؛
- ارتفاع تكاليف التمويل بالإضافة إلى الضمانات المبالغ فيها أحيانا يحدان من مرونة التمويل وانسيابه بالحجم المناسب وفي الآجال الملائمة، وبالتالي أضحى هذا الوضع بتكاليفه الرسمية وغير الرسمية يمثل عائقا كبيرا؛
- غياب صيغ تمويلية مفصلة ومنظمة حسب احتياجات قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؛
- استناد قرار منح القروض البنكية إلى معيار الضمانات القانونية وإهمال معايير أخرى موضوعية تتعلق بجدية وفعالية المؤسسة موضوع الإقراض، كأهمية التدفقات المالية المستقبلية والمكانة الإستراتيجية لنشاط المشروع وآليات العرض والطلب في محيط المؤسسة...؛
- اقتصر البنوك الجزائرية على الأساليب الكلاسيكية في تقدير خطر منح الائتمان، علما أنه توجد أساليب وتقنيات حديثة حلت محل الأساليب والتقنيات الكلاسيكية في الدول المتقدمة خصوصا، وأن العديد من الدول تحولت إلى اقتصاد السوق، أين أصبحت تسود ثقافة اقتصاديات أسواق رأس المال لا اقتصاد الاستدانة، ومن ثمة فإن أدوات التحليل التي كانت معتمدة في ظل اقتصاديات الاستدانة أصبحت اليوم جد محدودة الاستعمال⁽¹⁾؛
- تدخل البنك في شؤون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفرض الوصايا عليها من خلال القرض الممنوح لها؛
- عدم القدرة على التخلص كليا من بؤار البيروقراطية والرشوة والتميز بالبنوك، مما يدفع في كثير من الأحيان إلى تمويل مشاريع مشكوك في ربحيتها على حساب مشاريع ناجحة؛

⁽¹⁾ قدي عبد المجيد، (2006): محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، **الملتقى الوطني الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات**، دراسة حالة الجزائر والدول النامية المنعقد يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة، الجزائر.

- صعوبة تقييم وتقدير المخاطر الناجمة عن نشاطات المؤسسات الخاصة بالنسبة للبنوك التجارية الجزائرية، مما يؤدي بها إلى العزوف عن تمويلها، لأنها تعاني من ضعف في تحليل قدراتها وتحليل طلبات المقترضين؛
 - تطبيق ميكانيزمات غير ملائمة من طرف البنوك، حيث أنها لم تتأقلم مع القوانين الجديدة للسوق المفتوح؛
 - ضعف مستوى الإعلام البنكي ونظام الدفع وطرق دراسة ملفات القروض، مما يؤثر سلبا على الخدمات المقدمة من طرف البنوك اتجاه المؤسسات الخاصة خاصة منها الصغيرة والمتوسطة⁽¹⁾؛
 - افتقار مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للخبرة في أساسيات المعاملات المصرفية، وكذلك في مجال تسيير الأعمال، مما يؤدي إلى عدم دقة البيانات المالية والمحاسبية أو عدم توفرها أصلا؛
 - طلبات القروض لا تعبر في كثير من الأحيان عن الاحتياجات الفعلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهي لا تتلائم لا من حيث الحجم ولا آجال التسديد مع احتياجاتها.
- وأخيرا ما يمكن استخلاصه هو هشاشة العلاقة بنك - مؤسسة، حيث أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مجبرة على اللجوء إلى البنوك بسبب نقص مواردها المالية، غير أن البنوك تبتعد عنها في كثير من الأحيان بسبب هشاشة الوضعية الاقتصادية والمالية لهذه المؤسسات، مما شكل لها وضعية حرجية حيث أجبرت على تخفيض استثماراتها، وهذا ما أثر على مستويات التشغيل بها. لذا تعتبر البنوك مصدرا لبعض الصعوبات التي تعاني منها المؤسسات الخاصة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر⁽²⁾.

5. عراقيل مختلفة

- تتعرض المؤسسات الخاصة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لعدة عراقيل مختلفة منها ما يفرزها محيطها الداخلي وأخرى ناتجة عن محيطها الخارجي، نلخص أهم هذه العراقيل في:
- نقص تمويل الجهاز الإنتاجي من جراء الانفتاح الاقتصادي، خاصة بالمواد الأولية المستوردة اللازمة للإنتاج والتي كانت تضمن استردادها المؤسسات العمومية باحتكارها للتجارة الخارجية؛
 - اعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنماط تسيير لا تتماشى ومتطلبات الاقتصاد التنافسي، حيث تشكل الجودة الشرط الأساسي للنشاط الاقتصادي، فنجد مثلا أن غالبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تفرق بين الحساب البنكي الشخصي للمسير المالك وحساب

⁽¹⁾ Ministère de la petite et moyenne entreprise et de l'artisanat, op.cit, p43

⁽²⁾ سليمان ناصر و عواطف محسن، المصدر سبق ذكره.

- الشركة مما ينجر عنه الخلط في النفقات المنزلية ونفقات المؤسسة، وزيادة على ذلك تطبق تلك المؤسسات محاسبة تقليدية لا تقوم بإجراء عمليات الجرد الدوري⁽¹⁾؛
- نمو وتطور القطاع الغير رسمي والمتمثل في أنشطة كثيرة كالسوق الموازية والمداخل الطفيلية؛
 - مشاكل البنية التحتية حيث رغم الانجازات المحققة مازالت شبكة الطرقات ضعيفة وتوجد الكثير من مناطق البلاد -إلى غاية يومنا هذا- في عزلة شبه تامة عن بقية المناطق الأخرى وخاصة في الجنوب؛
 - عدم فعالية أساليب التكوين وخاصة في ميدان التقنيات الحديثة للتسيير واقتصاد السوق، إدارة الأعمال وتسيير المنتج وكذا تقنيات البيع والتصدير؛
 - غياب المعلومة الحقيقية الاقتصادية والتجارية ويتمثل هذا في:
 - بنك معطيات إحصائية من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والهيئات المعنية؛
 - معطيات عن السوق الوطنية والجهوية والداخلية وحتى الخارجية؛
 - معلومات عن التطبيقات التجارية للمتعاملين؛
 - معلومات عن نوعية الاستثمارات المختارة؛
 - ضعف استعمال الانترنت في ميدان عالم الأعمال.
 - غياب أجهزة تبادل وتحليل المعلومة الاقتصادية وتحديثها مع المراكز والأجهزة التي تعمل في نفس المجال والمعنية بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذلك عدم توفر وحدات معلومات متخصصة لدى الفرق التجارية والصناعية⁽²⁾؛
 - المستوى التكنولوجي غير المناسب، إذ تعمل جل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بآلات قديمة، مما يؤدي إلى ارتفاع التكاليف وعدم انتظام الإنتاج وانخفاض الجودة، وكذا صعوبة تدبر قطع الغيار في الوقت المناسب؛
 - قصور الجهود التسويقية إذ تفتقر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إلى الوعي التسويقي، وتعاني من نقص كفاءات رجال البيع، كما تنقصها الإمكانيات المادية للإنفاق على الترويج وتنشيط المبيعات؛
 - غياب التنسيق بين فعاليات القطاع الخاص والمؤسسات الحكومية القائمة على دعم وتوجيه الأنشطة الإنتاجية (الصناعية) المحلية، الأمر الذي يضيع عليها فرصة تحقيق أعلى قدر ممكن من الاستفادة من هذا البرنامج؛

⁽¹⁾ قريشي يوسف، (2004 - 2005): سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه

غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 83 - 84

⁽²⁾ محمود المرسي لاشين، (2004): تجربة جمهورية مصر العربية في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها، مجلة العلوم

الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 03)، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، ص 119

- ضعف قدرات هذه المنشآت الذاتية في تعزيز مفهوم الترابط والتشابك الصناعي فيما بينها من جهة وبين المؤسسات الكبيرة من جهة أخرى؛
 - غياب ثقافة التسيير والروح المقاولاتية لأن الكثير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي مؤسسات عائلية؛
 - غياب التعاون وتبادل المعلومات بين مراكز البحث العلمي والجامعات من جهة، وبين المؤسسات الخاصة الصغيرة والمتوسطة من جهة أخرى⁽¹⁾.
- وبناء على كل هذه المعوقات فقد تراجعت الجزائر مجددا في تصنيف مناخ الأعمال والاستثمار، حيث صنفها البنك العالمي في المرتبة 163، لتجعل من الجزائر أحد أسوأ مسارات الاستثمار في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأعدها، ورغم التصريحات المتفائلة للمسؤولين القائمين على الحكومة، إلا أن بلادنا لم تسجل تحسنا كبيرا على مستوى مختلف المراحل المتصلة بالاستثمار، ما جعلها تتأخر في تقرير سنة 2016 بمرتبتين.
- يكشف تقرير "القيام بالأعمال" الصادر عن البنك العالمي تراجعاً للجزائر، مع تسجيل عدم حدوث أي تغيير جوهري في مسار الاستثمار، سواء تعلق الأمر بالإجراءات أو الوثائق أو المحيط العام الذي يتسم بالكثير من التعقيد والفساد والرشوة والبيروقراطية، ما يثير تساؤلات حول مدى فعالية إجراءات المصاحبة التي اعتمدتها الحكومة الجزائرية بخصوص تحسين المناخ العام للأعمال والاستثمار.
- وبين التقرير كيف أن الجزائر لا تزال متأخرة في العديد من المؤشرات، بداية بمرحلة إنشاء المؤسسات التي جاء ترتيبها 145 مقابل 143 في تقرير 2015، بتراجع رتبتين، ويتضح أن الجزائر من بين أسوأ الدول في هذا المجال في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كما تأخرت الجزائر كثيرا في مجال الربط بالتيار الكهربائي للمؤسسات، حيث احتلت المرتبة 130، فاقدة 5 مراتب مقارنة بتقرير 2015، كما كان التراجع أيضا في مجال تحويل الملكية، حيث احتلت الجزائر المرتبة 163، بينما يظل القطاع البنكي والمصرفي من بين أهم نقاط الضعف بالنسبة للجزائر، إذ احتلت الجزائر المرتبة 174 في مجال الحصول على القروض مقابل 171 في تقرير 2015. وموازاة مع القرارات المتخذة من قبل الحكومة للتقليل في عدد من الملفات، فقد احتلت الجزائر أيضا المرتبة 174 مقابل 173 في تقرير 2015، وتراجع مؤشر تسديد الرسوم والضرائب من المرتبة 168 إلى المرتبة 169 في تصنيف البنك العالمي، بينما لم يطرأ تغيير حول مؤشري التجارة ما بين الحدود وتنفيذ العقود، مقابل تراجع في مؤشر تسوية عدم الملاءة أو عدم القدرة على التسديد

(1) سليمان ناصر وعواطف محسن، المصدر سبق ذكره.

لدى المؤسسات. وتظل الجزائر متأخرة في معظم المؤشرات التفصيلية المعتمدة، مثل الاستفادة من رخص البناء التي احتلت فيها الجزائر المرتبة 122. ويبقى مسار الاستثمار في الجزائر مرهقا ومعقدا ويحتل المؤخرة بالنسبة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كما أنه يظل بعيدا جدا عن المقاييس المعتمدة في البلدان المتقدمة، فبالنسبة لمؤشر إنشاء المؤسسات أو مباشرة مشروع استثماري وصناعي، فإن هنالك 12 إجراء في الجزائر بمعدل 20 يوما مقابل 8 في مصر و 4 في فرنسا و 10 في المغرب و 7 في إسبانيا و 10 تونس، وقد تحسنت الجزائر مقارنة بسنة 2014، حيث كانت تسجل 13 إجراء والسنة ما قبلها بـ 14 إجراء، علما أن المرتبة الأولى من نصيب زيلاندا الجديدة بإجراء واحد ونصف يوم لإنشاء مؤسسة. ولم تسجل الهيئة الدولية تغييرات كثيرة ما بين 2011 و 2016، باستثناء ذلك الذي مس إلغاء (بالنسبة لرجال الأعمال) شهادة السوابق العدلية، وباستثناء ذلك، فإن أهم نقاط الضعف القائمة تبقى البنوك والإدارة البيروقراطية والضرائب، والتي تجعل الجزائر دائما في مؤخرة ترتيب البلدان في مجال الأعمال والاستثمار⁽¹⁾.

(1) مناخ الاستثمار في الجزائر.. من سيئ إلى أسوأ، جريدة الخبر، مقال منشور على الموقع: <http://www.elkhabar.com/press/article/93488>، تاريخ الاطلاع على المقال: 2015/10/15

المبحث الثاني: الاندماج بين الدائرتين النقدية والحقيقية ومدى فعالية النظام

المصرفي في الجزائر

المطلب الأول: السياسة النقدية في الجزائر

لقد عرف الاقتصاد الجزائري مرحلة انتقالية من الاقتصاد الاشتراكي الموجه نحو اقتصاد ليبرالي يقوم على أسس ومبادئ اقتصاد السوق، وذلك بعد أزمة سنة 1986 التي بينت بوضوح هشاشة الهيكل الاقتصادي في الجزائر، الأمر الذي تطلب في البداية القيام بإصلاحات ذاتية من دون اللجوء إلى أطراف أجنبية كمؤسسات النقد الدولية مثلا، ولكن هذا الاعتماد الذاتي قد نتج عنه تفاقم الأوضاع النقدية والاقتصادية وحتى الاجتماعية، وتجلّى ذلك في ارتفاع معدلات التضخم ومستويات البطالة، ارتفاع حجم المديونية الخارجية وثقل خدمة الدين بالمقابل، ارتفاع عجز الميزانية العامة للدولة، انخفاض قيمة العملة الوطنية، انخفاض معدلات النمو الاقتصادي. ومن أجل الخروج من تلك الحلقة ومحاولة تصحيح الاختلالات الهيكلية التي عصفت بالاقتصاد الوطني، وذلك من أجل ضمان نوع من الاستقرار الاقتصادي والمحافظة على التوازنات النقدية الداخلية والخارجية، سعت السلطات العامة في الجزائر إلى إعادة تقييم شامل لدور السياسات الاقتصادية المعتمدة في بناء ورسم مستقبل الاقتصاد الوطني، وذلك عن طريق تفعيل وسائل تلك السياسة الاقتصادية العامة وتحديد أهدافها النهائية بدقة، بعيدا عن أي خلفيات أو مصالح، وفتح المجال الواسع أمام السلطات النقدية لاتخاذ القرارات المثلى وفي الفترات المناسبة لذلك. من هنا كان لزاما على الدولة إعادة تنظيم هيكل وعمل النظام المصرفي ككل من خلال وضع أسس مضبوطة وقواعد منصوطة قانونيا وتطبيق الإجراءات بصرامة تامة فيما يخص التدابير العقابية، من أجل إعطاء السلطات النقدية في البلاد الحرية في رسم السياسة النقدية⁽¹⁾ والتحكم في حجم الائتمان وتوجيهه بين مختلف القطاعات من دون مفارقة أو تفضيل⁽²⁾.

1. مسار السياسة النقدية في الجزائر

إن المرحلة الانتقالية التي عرفها الاقتصاد الجزائري من خلال تبني نظام اقتصاد السوق كان لها أثر كبير على تطور الأوضاع والمؤشرات النقدية الداخلية، من خلال فرض صندوق النقد الدولي عدة إجراءات صارمة في مقدمتها إعادة تقييم قيمة الدينار الجزائري بتخفيضه بمعدلات كبيرة، ضف إلى ذلك تحول تطبيق البنك المركزي لأدوات السياسة النقدية من شكلها المباشر إلى استخدام

(1) السياسة النقدية: هي عبارة عن التأثير في عرض النقود من أجل تحقيق توسع أو انكماش في حجم القدرة الشرائية للمجتمع، فالهدف من زيادة القدرة الشرائية مثلا هو تنشيط الطلب والاستثمار وتخفيض البطالة، وبالعكس يؤدي تخفيض القدرة الشرائية إلى الحد من التوسع في الإنتاج.

(2) لحول عبد القادر، أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990 - 2006، على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/01>، تم الاطلاع على المقال في: 2014 /05/11

الأدوات غير المباشرة في إدارة الائتمان وتوجيهه، وكلها إجراءات وتدابير تدفعنا للتساؤل عن مدى تغير طبيعة تطبيق السياسة النقدية شكلا ومضمونا بعد تغير التوجه الاقتصادي⁽¹⁾.

1.1. خصائص السياسة النقدية قبل سنة 1990

قبل صدور قانون النقد والقرض 90-10 كان القطاع المالي الجزائري صغيرا ومجزئا، إذ عمل في واقع الأمر كأداة مالية لاستثمارات القطاع العام بينما لم تكن الأسواق المالية موجودة على الإطلاق، ولم تكن البنوك التجارية تمارس أي نشاط تجاري، بل كانت تجمع مدخرات قطاع العائلات وقطاع المؤسسات من خلال شبكة واسعة من الفروع، وتوجه هذه الموارد نحو تمويل الواردات وعمليات المؤسسات العامة. وقد لعبت الخزينة حينها الدور الرئيسي في القطاع المالي إذ احتكرت معظم المدخرات الوطنية من خلال حسابات التوفير البريدية وإصدار السندات الاستثمارية، وقد استخدمت هذه الموارد أساسا لتمويل المشاريع الجديدة في المؤسسات العمومية، التي كانت تعاني على العموم من قصور الرسملة معتمدة على الاقتراض من البنوك لتمويل استثماراتها.

قبل عملية الإصلاح الاقتصادي كان تمويل عجز الميزانية يتم عن طريق الإصدار النقدي من قبل البنوك، وهو ما أدى إلى رفع معدلات التضخم، وعدم توازن الحساب الخارجي مع وجود اختلالات تتعلق بتدفقات الائتمان والاستثمار، وبالتالي تشجيع هروب رأس المال. وفي هذا السياق لا يمكن الحديث عن وجود سياسة نقدية واضحة بسبب التداخل بين الخزينة العامة والبنك المركزي من جهة، وضعف الوساطة المالية من جهة أخرى⁽²⁾.

وقد لعب البنك المركزي الجزائري دورا ثانويا، وحددت معدلات الفائدة بقرارات إدارية عند مستويات نتجت عنها أسعار فائدة حقيقية سالبة، مما دفع المديرين نحو الاستثمارات ذات التركيز الرأسمالي العالي. وفي هذه الحالة لم يمارس البنك المركزي أي نشاط ملموس في مجال الرقابة المصرفية ولم تكن وظيفته في إعادة الخصم⁽³⁾ سوى أداة لتزويد البنوك بالسيولة اللازمة.

هذا ما عجل بظهور مرحلة جديدة بعد الإصلاح المالي والنقدي لسنة 1970-1971 حيث لم تعد النقود كرأس مال فقط وإنما أضحت كوسيلة لتداول الدخول المحصل عليها من ريع البترول (ظاهرة عددية لحساب الكميات الرأسمالية المحصل عليها من جراء التغير النقدي للبترول). لذلك تفتنت السلطات العامة في نهاية الثمانينات إلى هذا الدور الحيادي والسلبي للنقود وإعطائها مفهوم جديد يتمثل في اعتبار النقود وسيلة لتداول رأس المال والعمل على الرجوع إلى نظام تعبئة الموارد النقدية

(1) لحول عبد القادر، المرجع سبق ذكره.

(2) بطاهر علي، (2004): سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا (العدد 01)، جامعة الشلف، الجزائر، ص 186

(3) سياسة إعادة الخصم: هي تحكم البنك المركزي في إعادة تمويل البنوك التجارية من خلال رفع أو خفض معدل إعادة الخصم.

الوطنية، وكان ذلك محتوى ترتيبات قانون (1) 1986 وإنشاء المجلس الوطني للقرض والنقد، فأصبحت النقود كأداة للقرض والتنمية بين أيدي السلطات العامة النقدية والمالية، وبالتالي ظهر دورها الإيجابي وتأثيرها المباشر على الإنتاج والتوزيع والاستهلاك. أي أنها أصبحت أداة إستراتيجية مهمة لدى المخطط والسلطات العامة (2).

ويمكن تقسيم هذه المرحلة إلى الفترات التالية:

- خلال فترة الستينات إلى بداية السبعينات لم تكن هناك سياسة نقدية واضحة المعالم وذلك لخصوصية المرحلة التي كان يمر بها الاقتصاد الجزائري في المجالين النقدي والمالي بشكل خاص، فقد كان هناك اعتماد كبير على ميزانية الدولة لتمويل مختلف الأنشطة الاستثمارية بما ينسجم والمخططات المركزية، الأمر الذي أدى إلى غياب آليات السياسة النقدية طيلة هذه المرحلة، حيث تم تسجيل عدم مرونة سعر الفائدة، وتفضيل الاستثمارات الحقيقية على حساب السياسة الائتمانية.
- أما خلال فترة السبعينات والتي ساد خلالها المخططون الرباعين الأول (1970 - 1973) والثاني (1974 - 1977)، والتي تميزت بإخضاع دور النقد لسياسة الميزانية وتم إلغاء الحد الأقصى لمساهمات البنك المركزي في تمويل الخزينة العامة للدولة، فبعد أن كانت السلطات الاقتصادية تتبع سياسة التسيير الإداري لالتئمان لتمويل النشاط الاقتصادي، أسند هذا الدور لوزارة المالية التي أخذت على عاتقها سلطة النقد والقرض لضمان تمويل احتياجات المؤسسات العمومية ضمن ما تم تخطيطه مركزيا.
- كما تم خلال هذه المرحلة إلزام المؤسسات الاقتصادية العمومية بتوطين جميع عملياتها المصرفية لدى بنك واحد، فضلا عن إلزام المؤسسات المصرفية والمالية بالاكنتاب في سندات الخزينة لتأمين إعادة تمويل هذه الأخيرة، وهو ما يبين لنا غياب آليات السياسة النقدية، فقد ظلت السلطة النقدية بيد السلطات السياسية (وزارتي التخطيط والمالية) بعيدا عن البنك المركزي.
- أما خلال عقد الثمانينات حيث عرف القطاع المصرفي بعض الإصلاحات وما انبثق عن ذلك من اتجاه نحو لامركزية القرار أحيانا خاصة بصور قانون القرض والنقد لعام 1986، والذي فصل بين البنك المركزي كسلطة نقدية والبنوك التجارية كبنوك أولية خاصة في مجال السياسة

(1) بموجب القانون 86-12 الصادر في 19 أوت 1986، استعاد البنك المركزي الجزائري دوره كبنك للبنوك، ووضع نظام على مستويين أي الفصل بين البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض، وبين نشاطات البنوك التجارية كمؤسسات للتمويل، والتقليل من دور الخزينة في نظام التمويل... (لطرش الطاهر، (2004): تقنيات البنوك، الطبعة 03، ديوان المطبوعات الجامعية: بن عكنون، الجزائر، ص ص 194 - 195)

(2) لحول عبد القادر، المصدر سبق ذكره.

الائتمانية، حيث انبثق عن ذلك مخطط وطني للقرض، ومكن حينها البنك المركزي من تحديد أهداف التوسع النقدي وتفعيل آلية سعر إعادة الخصم وسعر الفائدة ابتداء من عام 1989، ومن ثمة توضحت معالم السياسة الائتمانية للبنوك التجارية وتعززت بصور قانون استقلالية المؤسسات العمومية لعام 1988، القائم على مبدأ المردودية المالية والتجارية في التسيير. كما تم إلغاء إلزامية التوطين لدى البنوك، وتأكيد الدور التمويلي للبنوك التجارية لمختلف الاستخدامات بعيدا عن خزانة الدولة. لكن رغم كل هذه الجهود المبذولة ظلت السياسة النقدية بأدواتها المختلفة محتشمة إلى حد بعيد⁽¹⁾.

وعلى العموم يمكن أن نرجع سبب الحالة التي آلت إليها النقود خلال الفترة التي تبنت فيها السلطات العامة في الجزائر لنظام اقتصادي اشتراكي انعكس على دور وفعالية السياسة النقدية، وذلك للأسباب التالية:

- تسيير إداري لمعدلات الفائدة المثبتة عند مستويات دنيا.
 - تسيير نقدي إداري لين يوحى بالخضوع التام للسلطة النقدية إلى السلطة السياسية وأجهزتها.
 - عرض نقدي خارجي غير مرتبط بالنشاط الاقتصادي وتابع كلياً لرغبة زبائن القطاع العمومي.
 - طلب القرض غير مرن لمعدلات الفائدة.
 - الدور المهم للبنك المركزي الجزائري في إعادة تمويل البنوك التجارية.
 - تأطير القروض الذي يشكل الأسلوب المفضل لتنظيم النشاط النقدي للبنوك.
- إن السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 1962 إلى غاية عام 1990 كانت حيادية بسبب الدور السلبي للنقود في الاقتصاد الوطني، إذ لم تتمكن تلك السياسة من تحقيق الأهداف والمهام المنوطة بها، والسبب في عدم فعاليتها خلال تلك الفترة يرجع أيضاً إلى كون تلك الأخيرة لم تكن تعدوا كونها مفهوم نظري منصوص عليه في القوانين التشريعية بعيداً عن الواقع التطبيقي، ضف إلى ذلك اعتماد البنك المركزي على الأدوات المباشرة في الرقابة والتحكم في الائتمان على مستوى جهاز مصرفي هش بعيد كل البعد عن الدور المنوط به من خلال تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر. وقد اعتبر البنك المركزي مجرد ملجأ لتمويل عجز الميزانية العامة، إذ كانت الخزانة العمومية هي المكلفة بمهمة إصدار النقد والتحكم في حجم تداوله⁽²⁾.
- وفي ظل هذه القيود فإن السياسة النقدية هي الوسيلة المبذولة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والاتجاه إلى اقتصاد يستند إلى ميكانزمات السوق، باعتبار أن السياسة النقدية هي إحدى أهم

(1) عتروس عبد الحق و دهان محمد، (2009): أثر التغير في التداول النقدي على الناتج المحلي في الاقتصاد الجزائري، أبحاث

اقتصادية وإدارية (العدد 05)، ص ص 11-12

(2) لحول عبد القادر، المصدر سبق ذكره.

محاور الإصلاحات الاقتصادية التي تسمح بتحقيق الاستقرار النقدي بنوعيه: محاربة التضخم وهو استقرار داخلي، ثبات سعر الصرف وهو استقرار خارجي. وهي أهداف وسيطة من أجل تحقيق الأهداف النهائية المتمثلة في النمو، محاربة البطالة، وغيرها⁽¹⁾.

وعليه فقد كانت السياسة النقدية غائبة تماما خلال فترة المخططات الإنمائية التي استمرت إلى نهاية الثمانينات، حيث كانت خزانة الدولة هي التي تقوم بالدور التمويلي ثم بعدها أصبحت وزارتي التخطيط والمالية تقرر المتطلبات النقدية لتجسيد الخطط الإنمائية. ومنه كانت هناك علاقة سببية من الناتج المحلي الداخلي الخام إلى العرض النقدي بمفهومه الضيق والواسع⁽²⁾.

2.1. خصائص السياسة النقدية بعد سنة 1990

إن العنصر الأساسي في انتقال الاقتصاد الجزائري من نظام مخطط إلى اقتصاد السوق هو إنشاء أسواق ومؤسسات مالية تستطيع مساندة هذا التوجه الجديد بتوفير المناخ الملائم للاستثمار، وإن مواجهة صعوبات هذا الانتقال ومشاكله يخلق تحديات إضافية للسياسة النقدية، لذا أوجب خلق الإطار المؤسسي لها ولأدواتها حتى تؤدي مهمتها بكفاءة عالية.

فبعد المشاكل الاقتصادية التي تعرضت لها الجزائر وأدت إلى عدم الاستقرار الاقتصادي، حاولت الدولة سنة 1990 معالجة هذه المشاكل، فاتبعت سياسة نقدية باعتبارها الوسيلة المزدوجة المبذولة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والاتجاه نحو نظام يستند إلى ميكانيزمات اقتصاد السوق باعتبار أن السياسة النقدية هي إحدى محاور الإصلاحات الاقتصادية وهي إحدى الركائز الأساسية للسياسات الاقتصادية التي تمكنها من مراقبة التضخم وتنظيم سوق الصرف وتحقيق الاستقرار النقدي⁽³⁾.

لقد أدخلت تعديلات جذرية على طريقة عمل القطاع المالي في الفترة ما بين 1989-1991، لذا كان من الضروري تحويل النظام المالي من مجرد ناقل للأموال من الخزانة نحو المؤسسات العامة، إلى نظام يلعب دورا نشطا في تعبئة الموارد وتخصيصها، وتمثلت العناصر الرئيسية لهذا التحول في التحرك نحو استخدام أدوات السياسة النقدية القائمة على اعتبارات السوق وتحرير أسعار الفائدة، والتحرير التدريجي لمعاملات الحساب الجاري والرأسمالي واعتماد سياسة أكثر مرونة تجاه سعر الصرف⁽⁴⁾.

وقد حدثت نقطة تحول على مستوى المنظومة المصرفية في عام 1990 بصدر قانون النقد والقرض 90-10 الصادر في 14 أفريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض، والذي يعتبر من القوانين

(1) بوعشة مبارك، (1999): السياسات النقدية وآثار تخفيض العملة الوطنية، مجلة العلوم الإنسانية (العدد 12)، جامعة منتوري-قسنطينة، الجزائر، ص 82

(2) عتروس عبد الحق و دهان محمد، المصدر سبق ذكره، ص 24

(3) بوعشة مبارك، المصدر نفسه، ص 82

(4) لحول عبد القادر، المصدر سبق ذكره.

التشريعية الأساسية في الإصلاحات، إضافة إلى أنه أخذ بالأفكار التي جاء بها قانونا 1986 و1988⁽¹⁾ فقد حمل أفكار جديدة، ومن أهم مبادئه:

- الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية للاقتصاد الوطني، فالقرارات النقدية تتخذ على أساس أهداف السياسة النقدية.

- الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة، فالخزينة العمومية لم تعد حرة في اللجوء إلى البنك المركزي لتمويل عجزها بصفة تلقائية وبدون حدود، وبإبعاد الخزينة عن مركز نظام التمويل وإعادة البنك المركزي بعد ذلك وبشكل فعلي إلى قمة النظام النقدي.

- الفصل بين دائرة ميزانية الدولة ودائرة القرض، وذلك بإبعاد الخزينة عن منح القروض للاقتصاد، ليصبح النظام البنكي هو المسؤول عن ذلك⁽²⁾.

- إنشاء سلطة وحيدة ومستقلة، وهي هيئة أسماها "مجلس النقد والقرض" الذي يقوم بوظيفتين، وظيفة مجلس إدارة بنك الجزائر، ووظيفة السلطة النقدية في البلاد. ويخول للمجلس صلاحيات في الميادين التالية: إصدار النقود، وضع مقاييس وشروط عمليات البنك المركزي، تحديد السياسة النقدية والإشراف عليها ومتابعتها وتقييمها، تحديد شروط اعتماد البنوك والمؤسسات المالية وفتحها، وشروط فتح مكاتب لتمثيل البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية في الجزائر، تسيير وسائل الدفع وسلامتها، تحديد أهداف سياسة سعر الصرف بتنظيم الصرف وسوق الصرف، تسيير احتياطات الصرف⁽³⁾.

- وضع نظام بنكي على مستويين وذلك عن طريق التمييز بين البنك المركزي كسلطة نقدية، ونشاط البنوك التجارية كموزع للقرض، وتتحدد علاقة البنك المركزي بالبنوك من خلال مبدئين: البنك المركزي هو بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض، فهو الذي يتحكم في إعادة تمويل البنوك⁽⁴⁾.

وبصدور قانون النقد والقرض 90-10 أعيد الاعتبار للبنك المركزي بصفته السلطة النقدية للدولة الجزائرية، حيث أسندت إليه مهام تسيير النقد والائتمان، الأمر الذي انعكس على السياسة النقدية المتبعة منذ سنة 1990. حيث تم التجسيد الفعلي لفصل الدائرة النقدية عن الدائرة المالية، وتم

(1) بموجب القانون رقم 88-06 الصادر في 12 جانفي 1988، أصبح البنك شخصية معنوية تجارية، تخضع لمبدأ الاستقلالية والتوازن المحاسبي، إضافة إلى إمكانية لجوء البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية إلى أسواق المال المحلية والأجنبية لجلب الادخار، من خلال إصدار الأدوات المالية مثل السندات، وتعتبر هذه الإشارة أول محاولة لربط سوق رأس المال الجزائري بالأسواق العالمية... (جبار محفوظ، 2001): فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 01)، ص 114

(2) لطرش الطاهر، المصدر سبق ذكره، ص ص 199-201

(3) Banque d'Algérie, (aout / septembre 2003), Media Bank (n° 67), p31

(4) Benhalima Ammour, (2001) : Le système bancaire algérien- textes et réalité, éditions Dahlab : Alger, Algérie, p92

وضع سقف للتمويل بالعجز القابل للاسترداد سنوياً، فضلاً عن إلغاء الاكتتاب الإجباري للبنوك التجارية في سندات الخزينة، الأمر الذي ترتب عنه تفعيل السوق النقدي وإرجاع السياسة النقدية لمكانتها كأداة ضبط اقتصادية، وبعث سياسة ائتمانية فعالة للبنوك التجارية من خلال آلية سعر الفائدة واعتماد الجدوى الاقتصادية في اتخاذ القرارات التمويلية. لذلك خلال هذه المرحلة بدأت تتضح معالم السياسة النقدية في الجزائر من خلال تفعيل رقابة البنك المركزي على نشاط البنوك التجارية باعتباره بنك البنوك وآخر ملجأ للنظام الائتماني ككل، ومن ثمة أصبح يؤثر على السياسة الائتمانية للبنوك التجارية وما لذلك من آثار على التوسع النقدي في الجزائر. وبدخول الجزائر في إصلاحات اقتصادية شاملة خلال هذه المرحلة من خلال عقد اتفاقيات للدعم والمساندة مع مؤسسات النقد الدولية ابتداء من عام 1989 إلى غاية 1994، ضمن شروط معينة أثر على السياسة النقدية المنتهجة خلال هذه المرحلة، وتميزت السياسة النقدية خلال هذه المرحلة بما يلي:

- الأداء غير الفعال للسياسة النقدية خاصة خلال الفترة 1990-1993
- إتباع سياسة نقدية صارمة منذ سنة 1995 بمعدلات فائدة حقيقية موجبة بهدف تحفيز الادخار المحلي.
- السعي لتحسين أدوات السياسة النقدية، إذ تم إدخال أداة نظام الاحتياطي الإجباري ⁽¹⁾ منذ سنة 1994.
- التحول للرقابة غير المباشرة للسياسة النقدية من خلال سياسة السوق النقدي المفتوح ⁽²⁾.
- بفعل مشروعية صندوق النقد الدولي أصبحت السياسة النقدية وسيلة هامة لإدارة الطلب النقدي. كل ذلك دعم دور السلطة النقدية وبالتالي فعلت دور السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري، وقد انعكس ذلك على التوازنات النقدية الكلية. إلا أن معدل تسييل الاقتصاد خلال فترة عقد الاتفاق مع صندوق النقد الدولي عرف انكماشاً نتيجة السياسة النقدية الصارمة التي تضمنتها بنود المشروعية ⁽³⁾.
- ولكن ينخفض دور السياسة النقدية في تحقيق النمو الاقتصادي الذي تتحكم فيه عوامل أخرى من بينها الصدمات الداخلية والخارجية كالتقلبات الجوية بالنسبة للقطاع الفلاحي، وتقلبات أسعار برميل

⁽¹⁾ أداة الاحتياطي القانوني الإجباري: هي عبارة عن قيام البنك المركزي برفع أو خفض الاحتياطي الإجباري للبنوك والمؤسسات المالية من أجل توسيع أو تضيق حجم الأموال المخصصة للإقراض.

⁽²⁾ سياسة السوق النقدي المفتوح: هي قيام البنك المركزي بشراء أو بيع أوراق مالية للبنوك التجارية لامتناع فائض السيولة في حالة البيع أو التوسع في حجم القروض في حالة الشراء.

⁽³⁾ عتروس عبد الحق ومحمد دهان، المصدر سبق ذكره، ص 13

النفط في السوق الدولي. فالنمو الاقتصادي الايجابي خلال السنوات الأخيرة مرتبط بتحسّن أسعار النفط أساسا وما حققه قطاع الخدمات ولكن بدرجة أقل.

كما حاولت السلطات النقدية محاربة البطالة عبر زيادة الإقراض لصالح الاستثمار، إلا أن هذا الإجراء لم يؤدي إلى التخفيف من حدة البطالة نظرا لغياب استثمارات جديدة على اثر عمليات إعادة الهيكلة وحل المؤسسات، وهو ما أدى إلى زيادة معدلات البطالة. فمحاربة البطالة تتم عبر إنعاش الاستثمار والنمو، الذي لا يمكن أن يتحقق إلا في إطار اقتصاد كلي ومالي مطهر، يعطي لآليات السوق الأولوية في دفع حركة النمو، وهذا يعني إعطاء الإصلاحات المالية والمصرفية أهمية كبيرة وإنشاء سوق مالي قادر على تعبئة الادخار الداخلي وتوجيهه بفعالية نحو الاستثمار. إلا أن السياسة النقدية التي اتبعتها الجزائر لا يمكنها التأثير على النشاط الاقتصادي بصورة فعالة دون أن تتلائم إجراءاتها مع إجراءات وتدابير السياسة المالية خصوصا، والسياسة الاقتصادية العامة للدولة عموما.

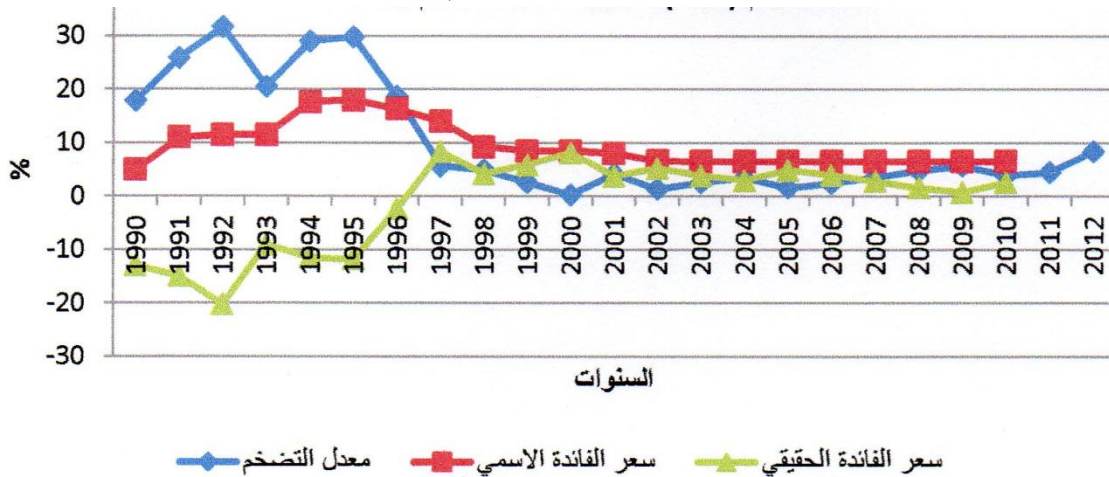
2. تحديات الدائرة النقدية

تتجلى أهم تحديات الاقتصاد الجزائري في الدائرة النقدية، في: التضخم ومعدل الفائدة، والاستقرار النقدي، وأحادية المصدر من العملة الصعبة.

1.2. عودة الضغوط التضخمية

ضمن إطار السياسة النقدية، كان الهدف النهائي للسياسة النقدية خلال مختلف الإصلاحات الاقتصادية منذ 1990، هو التحكم في معدل التضخم والوصول إلى معدل فائدة حقيقي موجب. حيث يشير الشكل التالي إلى تطور معدل التضخم وسعر الفائدة (الاسمي والحقيقي):

الشكل رقم (35): تطور معدلات التضخم وسعر الفائدة في الجزائر خلال الفترة 1990 - 2012



المصدر: خليل عبد القادر ويوفاسة سليمان، (2014): اكراهات الاقتصاد الجزائري ومتطلبات التنمية المسؤولة، دراسة تحليلية

اقتصادية كلية، مجلة حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية (العدد 15)، جامعة بشار، الجزائر، ص10

من خلال الشكل نميز الحالات التالية:

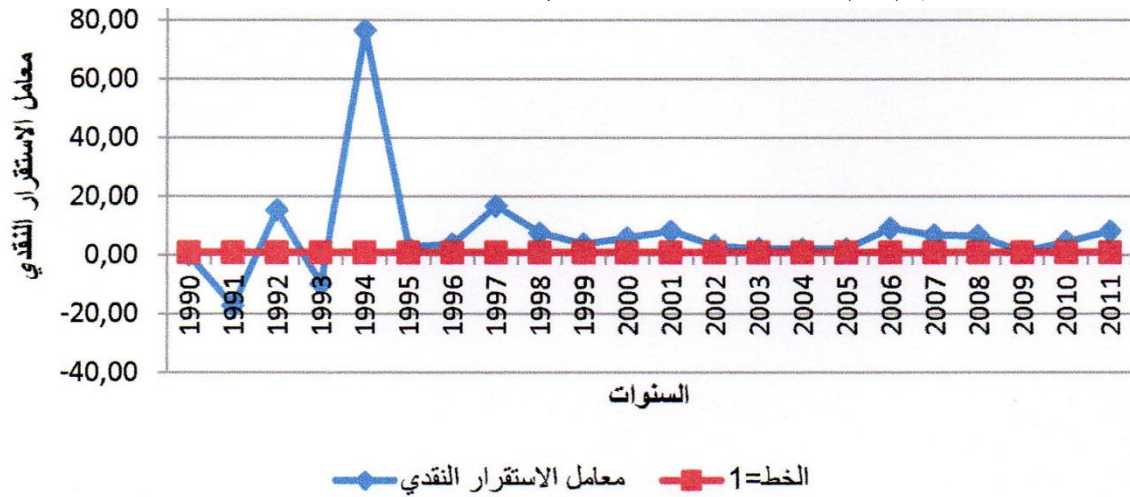
- ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي منذ 1997: بسبب تراجع معدل التضخم ابتداء من 1997، فإن معدل الفائدة الاسمي عرف هو الآخر انخفاضا معتبرا. وبالتالي مكنت سياسة تحرير أسعار الفائدة من تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة، لحث المتعاملين الاقتصاديين على زيادة مدخراتهم، وانتقاء أكفأ المشروعات الاستثمارية والرفع من إنتاجية رأس المال.
- انخفاض معدل التضخم وعدم استقراره خلال الفترة 1997-2006: برنامج التعديل الهيكلي كان فعالا في الحد من التضخم، من خلال التحكم في ثلاثة مؤشرات أساسية له، ظلت تلغم الاقتصاد الجزائري منذ نهاية عشرية الثمانينات، وهي: وجود فائض في السيولة، وجود طلب داخلي متنامي، العرض الداخلي بقي متقلص.
- وبلغ متوسط معدل التضخم خلال الفترة 1997-2006 ما يزيد عن 2.94% محققا بذلك الهدف، كما لاحظنا في الشكل السابق، أن معدل التضخم بلغ أدنى مستوياته سنة 2000 في حدود 0.3%، وهو يمثل أدنى معدل تعرفه الجزائر منذ الاستقلال. وتفسر أسباب انخفاضه بالإجراءات التي اتخذتها الحكومات المتعاقبة لتحرير الأسعار، وتعديل أسعار الفائدة، وتقليص عجز الموازنة العامة، والصرامة في تسيير الكتلة النقدية، والبحث عن أساليب جديدة لتمويل الأنشطة الاقتصادية بدلا من الإصدار النقدي.
- وتفسر عودة ارتفاع معدل التضخم إلى 4.2% سنة 2001 بنمو الكتلة النقدية إلى 24.9%، ويرجع هذا النمو الأخير إلى برنامج الإنعاش الاقتصادي. كما أن رفع الأجر الأدنى المضمون SNMG إلى 18000 د.ج ساهم في ذلك. وعموما يسير معدل التضخم على المدى المتوسط في إطار المعدل المرشد وهو 3%.
- عودة معدل التضخم للارتفاع خلال الفترة 2007-2012: بلغ متوسط معدل التضخم لهذه الفترة ما يزيد عن 5.18%، وهو مؤشر ليس في صالح الاقتصاد الجزائري، وقد سجل أعلى معدل للتضخم سنة 2012 ببلوغة 8.4%. ويفسر ذلك بالعوامل التالية: انعكاسات أزمة 2008، مشكلة ارتفاع أسعار المواد الغذائية والسلع المصنعة في السوق الدولية، ورفع الأجور سنة 2008، وترتيبات صرف المخلفات، السيولة الزائدة الناجمة عن طفرة الإنفاق العام الجاري التي تم تمويلها من عمليات السحب من صندوق ضبط الإيرادات، وعدم الكفاءة في التوزيع، وتفتشي الاقتصاد الموازي⁽¹⁾.

2.2. الاستقرار النقدي

يقاس الاستقرار النقدي من خلال حاصل قسمة معدل نمو السيولة النقدية على معدل نمو الناتج الحقيقي، والشكل التالي يوضح ذلك.

(1) خليل عبد القادر وبوفاسة سليمان، المصدر سبق ذكره، ص ص 10-12

الشكل رقم (36): منحني الاستقرار النقدي للجزائر خلال الفترة 1990-2011



المصدر: خليل عبد القادر و بوفاسة سليمان، المصدر سبق ذكره، ص12

نلاحظ من البيان أن:

- الجزائر بعيدة عن الاستقرار النقدي خلال الفترة 1990-2011، عدا سبعة سنوات حيث كان المعامل بين 1 و4، منها بداية فترة التعديل الهيكلي (1995-1996).
- خلال معظم الفترات عرفت الجزائر حالة اللاستقرار (أو خلال كل الفترات إذا طبقنا المعيار بدقة)، ويعني ذلك أن الجزائر تطبق سياسات نقدية توسعية تعمل على زيادة الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي، خاصة مع تطبيق مخططات إنعاش النمو الاقتصادي 2001-2014. حيث تم تبني سياسة نقدية توسعية بهدف توفير الائتمان وتحفيز النمو الاقتصادي، فارتفعت السيولة بمعدلات تفوق معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي⁽¹⁾.

⁽¹⁾ خليل عبد القادر و بوفاسة سليمان، المصدر سبق ذكره، ص12-13

المطلب الثاني: النظام المصرفي الجزائري

منذ الاستقلال وحتى منتصف سنوات 1980 كان دور البنوك الجزائرية هو الوساطة بين الخزينة العمومية والمؤسسات الوطنية، وليس ممارسة الوساطة المالية وغيرها من الأنشطة المصرفية المعروفة مما عرقل تطور النظام البنكي ومنعه من امتلاك المهارة البنكية. ومنه كان لابد من إدخال إصلاحات عميقة على هذا النظام. كما أن التحول من اقتصاد اشتراكي نحو اقتصاد السوق، يفرض فلسفة جديدة وأهداف جديدة، تكون من العوامل الرئيسية المحركة لكل القرارات والاختيارات الاقتصادية، وعليه فإن هدف الإصلاحات الخاصة بالنظام البنكي هو تكييفه بالشكل الذي يستجيب مع مقاييس الفلسفة الجديدة.

أحدث قانون النقد والقرض نقلة نوعية للنظام المصرفي الجزائري الذي كان يتميز باحتكار الدولة له حيث قام بفتح السوق المصرفية أمام المستثمرين المقيمين وغير المقيمين أيا كانت جنسيتهم فتسارعت نتيجة لذلك وتيرة إنشاء البنوك الخاصة إذ بلغ عددها سنة 1999 حوالي عشرة بنوك خاصة، بدون حساب الفروع ومكاتب التمثيل، وفي نفس السياق طرحت لأول مرة في الجزائر فكرة خوصصة البنوك العمومية من خلال فتح رساميلها أمام الاستثمار الخاص الوطني أو الأجنبي دون أن تلقى هذه العملية النجاح إلى اليوم.

بعد إصدار قانون النقد والقرض 90-10 والذي أنتج خاصيتين اثنتين ميزتا القطاع المصرفي خلال فترة التسعينات وهما استقلالية البنك المركزي وانفراجه بالسياسة النقدية، واعتماد البنوك الخاصة. هذه الأخيرة التي احتوى قانون النقد والقرض عدة نقائص حول اعتمادها وطريقة نشاطها والرقابة عليها، مما هدد بشكل مباشر استقرار النظام المصرفي الجزائري في موجة إفلاسات متتالية للقطاع الخاص - ذا الرأس المال الوطني - انتهت بزواله وتبددت جراء ذلك أموال المودعين وتأثرت مصداقية النظام المالي والاقتصادي بشكل عام، كل هذه العوامل دفعت السلطة إلى إصدار حزمة من الإصلاحات لمراجعة ما سبق من خلال الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003.

■ الأمر 03-11: مثل هذا الأمر إجراء علاجي للنقائص المسجلة في قانون النقد والقرض حيث قام بتعديل تركيبة مجلس إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض واللجنة المصرفية بهدف تحقيق ثلاثة مهام أساسية، وهي:

- تدعيم صلاحيات بنك الجزائر من خلال:
- الفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض؛
- توسيع صلاحيات مجلس النقد والقرض؛
- تدعيم الرقابة المصرفية؛
- تدعيم استقلالية اللجنة المصرفية.

- تدعيم دور بنك الجزائر في مجال الحوكمة المالية:
 - إثراء مضمون وشروط إعداد التقارير الاقتصادية والمالية وتسيير بنك الجزائر ؛
 - إنشاء لجنة مشتركة بين بنك الجزائر ووزارة المالية لتسيير الموجودات الخارجية والديون الخارجية؛
 - ضمان سهولة تداول المعلومات المالية والاستقرار المالي للبلد.
 - ضمان أن تحمي البنوك أموال المودعين:
 - تقوية شروط ومعايير اعتماد البنوك ومسيرى البنوك والعقوبات الجزائية للمخالفات ؛
 - تشديد العقوبات الجزائية للانحرافات لدى ممارسة النشاطات المصرفية ؛
 - منع تمويل نشاطات المؤسسات التي يعود مؤسسوها لمدرء البنوك؛
 - تدعيم وتوضيح شروط عمل مركزية المخاطر.
- تزامن الأمر 11-03 في بداية الألفية الثالثة مع تزايد الاهتمام بالحوكمة المؤسسية خصوصا بعد إفلاس شركة "انرون" سنة 2003، كما بينت تجربة البنوك الخاصة نقائص عديدة في التسيير الناتج بشكل كبير عن تزواج الملكية والإدارة وعدم احترام قواعد الحذر وهي عناصر أساسية في نظام الحوكمة الجيد في البنوك، كما أن اهتمام الأمر 11-03 بموضوع الرقابة المصرفية وإلزام البنوك بوضع نظام للمراقبة الداخلية وإنشاء لجان خاصة بإدارة المخاطر يصب جميعها في هذا الاتجاه⁽¹⁾.

1. القطاع المصرفي الجزائري

1.1. هيكل القطاع المصرفي الجزائري

بلغ عدد المصارف العاملة في الجزائر في نهاية شهر مارس 2015، 20 مصرفاً شملت 6 مصارف حكومية و 14 مصرفاً خاصاً، وهذه الأخيرة تتوزع بين مصارف محلية، عربية وأجنبية. كذلك تنقسم المصارف في الجزائر إلى 17 مصرفاً تجارياً، و 3 مصارف إسلامية. أما بالنسبة إلى التقسيم من حيث الملكية المحلية أو الأجنبية، فيوجد 7 مصارف محلية و 13 مصرفاً أجنبياً⁽²⁾. رغم أن قانون النقد والقرض الذي سمح بتحرير القطاع المصرفي، لم يسمح بتطور فعلي للبنوك الخاصة التي لم تمثل سوى 6.5% من السوق مقابل 93.5% لسته بنوك عمومية، وبعد سحب الاعتماد من بنك الخليفة، البنك التجاري والصناعي، الشركة الجزائرية للبنك، مونا بنك، أركو بنك،

⁽¹⁾ حبار عبد الرزاق، (2013): تطور مؤشرات الأداء ومسار الإصلاحات في القطاع المصرفي الجزائري، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية (العدد 09)، ص ص60- 61

⁽²⁾ لكصاصي محمد، القطاع المصرفي الجزائري - تحديث وتطوير مستمران، اتحاد المصارف العربية، على الموقع الإلكتروني: <http://www.uabonline.org/ar/research/banking/1575160416021591157515931575160416051589/7467>

¹، تم الاطلاع على المقال في: 2015/03/30

جينرال ميديتيرانيان، يونين بنك، ألجيريان أنترناشيونال بنك، إضافة إلى الريان بنك، فذاك معناه أنّ كل البنوك الخاصة ذات الرأسمال الجزائري تم تصنيفها⁽¹⁾.

الجدول رقم (06): المصارف العاملة في الجزائر ونوعها

مصارف محلية*	مصارف عربية		مصارف أجنبية
تجارية	تجارية	إسلامية	تجارية
بنك الجزائر الخارجي البنك الوطني الجزائري بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنك التنمية المحلية القرض الشعبي الجزائري الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط ترست بنك	فرنسبنك البنك العربي بنك الخليج بنك الإسكان للتجارة والتمويل	بنك البركة المؤسسة العربية المصرفية بنك السلام	سيتي بنك بنك ناتكسيس سوستيه جنرال HSBC BNP Paribas Crédit Agricole

*المصارف المحلية جميعها مملوكة من قبل الدولة
المصدر: لكصاصي محمد، المصدر سبق ذكره.

يشكل القطاع المصرفي الجزائري نسبة 4.9% فقط من القطاع المصرفي العربي، على الرغم من أن الاقتصاد الجزائري يشكل نسبة 8.4% من الاقتصاد العربي، ويدل هذا الأمر على عدم وجود مواكبة القطاع المصرفي في الجزائر أهمية وحجم الاقتصاد الجزائري. وعلى الرغم من التطور الذي شهدته المصارف الجزائرية من حيث زيادة أصولها ورؤوس أموالها، إلا أنها لا تزال تعاني من صغر أحجامها مقارنةً مع المصارف العربية والأجنبية. وتجدر الإشارة إلى أن المصارف الخاصة الموجودة في الجزائر هي فروع لبنوك أجنبية مما يعني غياب المصارف الوطنية ذات الملكية الخاصة. وهذا يؤثر على درجة المنافسة بين المصارف ومستوى الخدمات المقدمة وعلى تطوير المنتجات المصرفية.

يتميز القطاع المصرفي في الجزائر بنسبة تركيز عالية حيث تدير أكبر 10 مصارف جزائرية نحو 77% من مجموع موجودات القطاع، ولديها أكثر من 75% من الودائع ونحو 62% من القروض. بلغت الحصة السوقية لأكبر ثلاثة مصارف جزائرية من حيث الموجودات نحو 57.3% من مجمل موجودات القطاع، فيما بلغت الحصة السوقية لأكبر خمسة مصارف نحو 72.3%.

(1) أي مستقبل للمنظومة البنكية في الجزائر؟، يومية السلام بتاريخ 09/19 / 2012، على الموقع: <http://www.essalamonline.com/ara/permalink/15445.html#ixzz3XgCuYQat>، تم الاطلاع على المقال في: 02/03

وبالنسبة للودائع، بلغت حصة المصارف الثلاثة الأولى نحو 59.4%، والمصارف الخمسة الأولى 75.3%. أما بالنسبة إلى القروض، فقد بلغت حصة أكبر ثلاثة مصارف حوالي 44.2%، وحصة أكبر خمسة مصارف نحو 57.7%.

تسيطر المصارف الحكومية على الحصة الأكبر من النشاط المصرفي في الجزائر، إذ تستحوذ على نحو 80% من موجودات القطاع المصرفي، و 85% من القروض و 90% من الودائع⁽¹⁾.

■ الصيرفة الإسلامية في الجزائر

تستند الصيرفة الإسلامية في الجزائر إلى عمل ثلاث مؤسسات مالية إسلامية عربية وهي: بنك البركة الجزائري، الذي تأسس سنة 1990 ويعتبر أول مؤسسة مصرفية تعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية في الجزائر، والمؤسسة العربية المصرفية التي تأسست عام 1998 وبنك السلام الذي دخل السوق المصرفية الجزائرية عام 2008.

وفي العام 2013، بلغ حجم الأصول الإسلامية في الجزائر أكثر من 3 مليارات دولار أي حوالي 2.4% من إجمالي الأصول المصرفية. وتتمو المصارف التي تعمل وفق الشريعة الإسلامية في الجزائر بوتيرة أسرع من البنوك التقليدية، إذ سجلت نسبة نمو 15% في عام 2013. وقد بلغ حجم أصول بنك البركة الجزائر 2.01 مليار دولار، وأصول المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية 0.66 مليار دولار، وأصول بنك السلام حوالي 0.41 مليار دولار⁽²⁾.

2. تطور القطاع المصرفي الجزائري

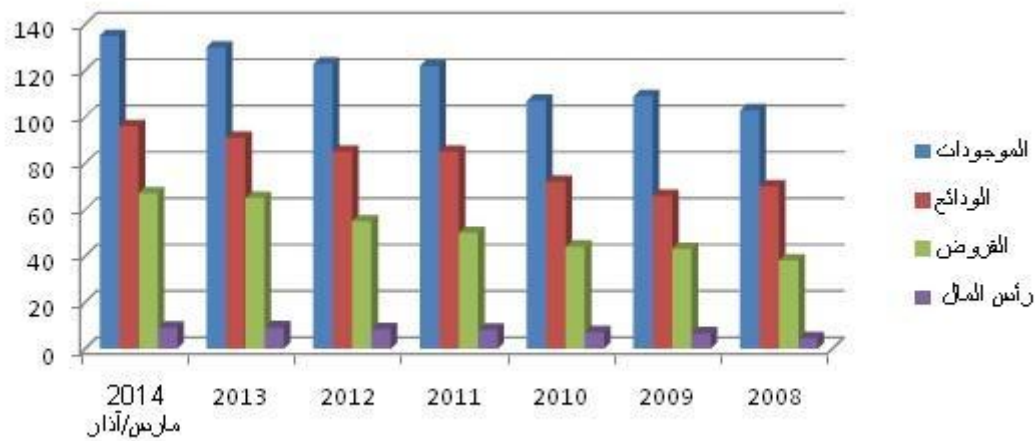
بلغ حجم الموجودات المجمعة للمصارف التجارية الجزائرية نحو 103 مليارات دولار في نهاية عام 2008، وارتفع إلى 109 مليارات دولار في نهاية عام 2009 (زيادة بنسبة 5.8%)، وانخفض بنسبة 1.8% إلى 107 مليارات دولار عام 2010، ليرتفع إلى 122 مليار دولار في نهاية العام 2011 (زيادة بنسبة 14%)، وإلى 123 مليار دولار عام 2012 (زيادة بنسبة 0.8%)، ليصل إلى 130 مليار دولار في نهاية عام 2013 (زيادة بنسبة 5.7%)، و 135 مليار دولار في مارس 2014 (زيادة 3.8%).

(1) لكصاوي محمد، المصدر سبق ذكره.

(2) المصدر نفسه.

الشكل رقم (37): تطور موجودات القطاع المصرفي الجزائري

(مليار دولار)



المصدر: لكصاصي محمد، المصدر سبق ذكره.

بلغت ودائع القطاع المصرفي الجزائري نحو 95.8 مليار دولار في نهاية شهر مارس العام 2014، محققة نسبة نمو 4.8 % عن نهاية العالم 2013.

الجدول رقم (07): تطور الميزانية المجمعة للمصارف الجزائرية

(مليار دولار)

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
135	130	123	122	107	109	103	الموجودات
96	91	85	85	72	66	70	الودائع
67	65	55	50	44	43	38	القروض
32	31	26	23	20	20	18	للحكومة والمؤسسات العامة
35	35	29	27	24	23	20	للقطاع الخاص
9.1	9.2	8.5	8.3	7.2	6.6	4.5	رأس المال والاحتياطيات

* مارس 2014

المصدر: لكصاصي محمد، المصدر سبق ذكره

بلغ مجموع الائتمان المقدم من قبل القطاع المصرفي الجزائري للقطاعين العام والخاص نحو 66.5 مليار دولار في نهاية شهر مارس 2014، بزيادة 2% عن نهاية سنة 2013. مع الإشارة إلى أن القروض سجلت نمواً بلغ 9.1% عام 2013، 8.3% عام 2012، 14.8% عام 2011، 2.3% عام 2010 و 12% عام 2009. وبالنسبة إلى تقسيم الائتمان بين القطاعين الخاص والعام خلال سنة 2014، فقد نال الأول نسبة 52.6% من مجمل الائتمان، مقابل 47.4% للثاني. تعكس اهتمام البنوك بهذا القطاع، تزامناً مع توجه الدولة نحو تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أخيراً، بلغ مجموع حقوق الملكية للقطاع المصرفي الجزائري نحو 9 مليار دولار في نهاية شهر مارس 2014، بانخفاض 1.1% عن نهاية سنة 2013. وكانت حقوق الملكية قد سجلت نمواً بلغ 8.2% خلال سنة 2013، 2.4% عام 2012، 15.3% عام 2011، 9.1% عام 2010 و 46.67% عام 2009.

الجدول رقم (08): تطور المؤشرات المالية الأساسية للقطاع المصرفي الجزائري (%)

	2014*	2013	2012	2011	2010	2009	2008
القروض والتسليفات/الأصول	49.63	50.00	44.72	40.98	41.12	39.45	36.89
القروض والتسليفات/الودائع	69.79	71.43	64.70	58.82	61.11	65.15	54.29
القروض والتسليفات للقطاع الخاص/الودائع	36.46	38.46	34.12	31.76	33.33	34.85	28.57
الموجودات السائلة/مجموع الموجودات	12.59	13.33	15.29	15.84	13.98	10.99	9.57
رأس المال والاحتياطي/الأصول	6.74	7.08	6.91	6.80	6.73	6.06	4.37

* مارس 2014

المصدر: لكصاصي محمد، المصدر سبق ذكره.

تمثل القروض والتسليفات للقطاع الخاص نسبة منخفضة من الودائع، والتي بلغت في نهاية شهر مارس 2014 نحو 36.5%. كذلك أن مجمل القروض والتسليفات (أي تلك الممنوحة للقطاع الخاص والحكومة) شكلت نسبة 69.79% في التاريخ نفسه. وهذا يدل على مخاطر ائتمان معتدلة تواجه القطاع المصرفي في الجزائر.

3. تجميع الموارد وتوزيع القروض من قبل النظام المصرفي الجزائري

1.3. تجميع الموارد

ارتفع نشاط جمع الموارد تحت الطلب ولأجل للمصارف بـ 8.1% في 2013 مقابل 6.5% في 2012 و 16.5% في 2011. بإدماج الودائع المخصصة كضمان للالتزام بالتوقيع (الاعتماد المستندي، ضمانات، كفالات)، والتي تبقى مجمدة نسبياً وبالتالي لا تتدرج في الكتلة النقدية M_2 . بلغ نمو الودائع 7.5% في 2013 مقابل 7.5% في 2012، أي استقرار جاء بعد الارتفاع القوي لسنة 2011 (15.7%).

ويتبين ذلك من خلال البيانات المالية المتعلقة بالمصارف وصندوق التوفير .

الجدول رقم (09): نوع الودائع في المصارف الجزائرية

بالمليار دينار، في نهاية الفترة

نوع الودائع	2010	2011	2012	2013
ودائع تحت الطلب	2870.7	3495.8	3356.4	3537.5
البنوك العمومية	2569.5	3095.8	2823.3	2942.2
البنوك الخاصة	301.2	400.0	533.1	595.3
ودائع لأجل	2524.3	2787.5	3333.6	3691.7
البنوك العمومية	2333.5	2552.3	3053.6	3380.4
بما فيها: الودائع بالعملة الصعبة	253.7	272.4	295.9	324.2
البنوك الخاصة	190.8	235.2	280.0	311.3
بما فيها الودائع بالعملة الصعبة	35.4	31.2	43.3	45.7
ودائع لضمانات*	424.1	449.7	548.0	558.2
البنوك العمومية	323.1	351.7	246.2	419.4
بما فيها: الودائع بالعملة الصعبة	3.3	1.2	3.8	3.0
البنوك الخاصة	101.0	98.0	121.8	138.8
بما فيها الودائع بالعملة الصعبة	6.5	1.6	1.1	1.4
مجموع الودائع المجمعة	5819.1	6733.0	7238.0	7787.4
حصة البنوك العمومية	%89.8	%89.1	%87.1	%86.6
حصة البنوك الخاصة	%10.2	%10.9	%12.9	%13.4

* ودائع بضمانات لالتزامات بالتوقيع (الاعتمادات المستندية، كفالات وضمانات)

المصدر: بنك الجزائر، (نوفمبر 2014): التقرير السنوي 2013- التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر،

<http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/rapport2013arabe.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2014/10/11، ص103

رغم كونها في انخفاض تدريجي، تبقى حصة ودائع المصارف العمومية معتبرة مقارنة بحصة ودائع المصارف الخاصة. مع انخفاض ودائع قطاع المحروقات، التي هي أساسا في شكل ودائع تحت الطلب، تعرف حصة الودائع تحت الطلب المجمعة من طرف المصارف انخفاضا لصالح الودائع لأجل. في الواقع، يبقى ارتفاع الودائع لأجل المجمعة من طرف المصارف العمومية معتبرا حيث بلغت وتيرة ارتفاعه 10.7% في 2013 مقابل 19.6% في سنة 2012، كما هو الحال بالنسبة للمصارف الخاصة (11.2% في 2013 مقابل 19% في 2012)، مما جعل حصة الودائع لأجل

من إجمالي الودائع تحت الطلب ولأجل المجموعة تنتقل من 44.4% في 2011 إلى 49.8% في 2012، وأخيرا إلى 51.1% في 2013⁽¹⁾.

لا تزال البنوك العمومية تهيمن على هيكل الودائع داخل القطاع المصرفي، وحتى بعد انفتاح القطاع المصرفي الجزائري على الرأس المال الخاص والأجنبي، ويمكن أن نرجع هذه الوضعية لسببين رئيسيين، الأول أن قطاع المحروقات ممثلا بالعديد من المؤسسات العمومية لا يزال يهيمن على الاقتصاد الوطني وبالتالي فإن الودائع التي يقوم بتجميعها هذا القطاع سيعود بالدرجة الأولى إلى البنوك العمومية. أما السبب الثاني فيتعلق بأزمة البنوك الخاصة والتي أثرت بشكل كبير على الثقة في هذا النوع من البنوك وجعل المودعين يترددون في إيداع أموالهم لديها. و ما يدعم هذه السببية الثانية أن حصة البنوك الخاصة تجاوزت سنة 2002 (قبل أزمة البنوك الخاصة سنة 2003) نسبة 12.5% لتتخفّض إلى أقل من النصف سنة من بعد لتصل إلى 6.5%⁽²⁾.

2.3. توزيع القروض

سجلت سنة 2013 نموا مستمرا في القروض الموزعة من قبل البنوك، ولم تقم الخزينة العمومية بإعادة شراء الديون الرديئة. يبين الجدول الموالي طابع نشاط الإقراض الموجه للاقتصاد الذي قامت به البنوك، بما في ذلك صندوق الادخار، مع خصم الديون الرديئة المعاد شرائها من قبل الخزينة العمومية بين سنتي 2010 و 2013.

⁽¹⁾ بنك الجزائر، (نوفمبر 2014): التقرير السنوي 2013 - التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، [http://www.bank-of-](http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/rapport2013arabe.pdf)

[algeria.dz/pdf/rapport2013arabe.pdf](http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/rapport2013arabe.pdf)، تاريخ الاطلاع: 2014/10/11، ص ص 103 - 104

⁽²⁾ حبار عبد الرزاق، المصدر سبق ذكره، ص 56

الجدول رقم (10): القروض البنكية في الجزائر حسب القطاع

بالمليار دينار، في نهاية الفترة

2013	2012	2011	2010	القروض البنكية
2434.3	2040.7	1742.3	1461.4	قروض الموجهة للقطاع العام
2434.3	2040.7	1742.3	1461.3	البنوك العمومية
2409.4	2010.6	1703.3	1388.4	قروض مباشرة
24.9	30.1	39.0	72.9	شراء السندات
0.0	0.0	0.0	0.1	البنوك خاصة
0.0	0.0	0.0	0.0	قروض مباشرة
0.0	0.0	0.0	0.1	شراء السندات
2720.2	2244.9	1982.5	1805.3	قروض الموجهة للقطاع الخاص
2023.2	1675.4	1451.7	1374.5	البنوك العمومية
2016.8	1669.0	1442.8	1364.1	قروض مباشرة
6.4	6.4	8.9	10.4	شراء السندات
697.0	569.5	530.7	430.8	البنوك الخاصة
696.9	569.4	530.6	430.6	قروض مباشرة
0.1	0.1	0.1	0.2	شراء السندات
5154.5	4285.6	3724.7	3266.7	مجموع القروض الموزعة الصافية
				من القروض المعاد شرائها
%86.5	%86.7	%85.8	%86.8	حصة البنوك العمومية
%13.5	%13.3	%14.2	%13.2	حصة البنوك الخاصة

المصدر: بنك الجزائر، (نوفمبر 2014): التقرير السنوي 2013- التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، المصدر سبق ذكره، ص106

ويتضح من الجدول أن حصة القروض الموزعة من قبل البنوك الخاصة مقارنة مع إجمالي القروض الموزعة، قد استقرت نسبيا حيث بلغت 13.5% مقابل 13.3% في نهاية 2012 و14.2% نهاية 2011. القروض الموزعة من قبل البنوك الخاصة تتمثل أساسا في تمويل المؤسسات الخاصة والأسر، وهو قطاع يعرف ادخاره المالي ارتفاعا محسوسا، ويبقى جزءا كبيرا من ادخاره هذا مستقرا، خلال السنوات الأخيرة. وهذا ما يدعم الموارد الثابتة للبنوك. بلغ مجموع قروض البنوك 5154.5 مليار دينار نهاية 2013، وهو ما يمثل ارتفاعا للقروض بواقع 20.3% مقابل 16.8% في 2012 (20% في 2011)، متضمنا الاستحقاقات المعاد شرائها من قبل الخزينة في 2011 و2012. بلغ نمو القروض الممنوحة للقطاع العام 19.3% مقابل 21.2% للقروض الممنوحة للقطاع الخاص. تشهد حصة القروض الممنوحة للمؤسسات

الخاصة والأسر في التطور العام للقروض الموزعة من قبل البنوك استقرار بـ 52.8% في 2013 مقابل 52.4% في 2012.

تمثل القروض الموزعة للقطاع العام 47.2% من مجموع القروض للاقتصاد منها 46.7% قروض مباشرة (47.6% في 2012) و 0.5% على شكل سندات مصدرة من قبل المؤسسات العمومية ومحازة من قبل البنوك (0.7% في 2012).

من جهة أخرى، إذا كانت البنوك العمومية تضمن التمويل الكامل للقطاع العام، فإن مساهمتها في تمويل القطاع الخاص تبقى مهمة (74.4% في 2013 مقابل 74.6% في 2012). خلال سنة 2013، خص تدفق القروض التي منحتها البنوك العمومية المؤسسات العمومية (393.6 مليار دينار) أكثر مما خص المؤسسات الخاصة والأسر (347.8 مليار دينار) وهو ما يترجم تخصص البنوك العمومية في تمويل المشاريع الاستثمارية الكبرى في قطاعات الطاقة والماء على وجه الخصوص. أما بالنسبة لتوسع القروض الموزعة في 2013 من قبل البنوك الخاصة، فقد استقرت عند 22.4% مقابل 7.3% في 2012. تدفقات القروض الخاصة بهذه الأخيرة (127.5 مليار دينار)، منها والتي معدل نموها أكبر من ذلك الخاص بالبنوك العمومية، والتي استفادت منها وبشكل حصري المؤسسات الخاصة والأسر.

تجدر الإشارة و كما كان عليه الحال في السنوات السابقة، يبقى المبلغ الإجمالي للودائع المجمعة بالدينار لدى القطاعين العام والخاص، خارج الودائع التي تضمن الالتزامات بالتوقيع، تفوق وبكثير المبلغ الإجمالي للقروض الموزعة لهذين القطاعين، وهو ما يغذي فائض السيولة الذي يتوزع في القطاع البنكي⁽¹⁾.

إن البنوك العمومية لا تزال هي الممول الرئيسي للاقتصاد الوطني ، وتعكس هذه الوضعية أن البنوك الخاصة من جانبها غير مهتمة بالشكل اللازم بعملية تمويل الأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل مقارنة بنشاطها في العمليات قصيرة الأجل مع الزبائن.

من جانب آخر فإن ملكية البنوك العمومية للدولة لا تسمح لها بمناقشة قرارات التمويل الذي تقوم به على خلاف البنوك الخاصة، إلا أنها تستفيد من جانب آخر من عمليات التطهير التي تقوم بها الخزينة العمومية، وهي الوضعية التي يصعب الحكم فيها على مدى نجاعة سياسة الائتمان في الجزائر.

إن مساهمة البنوك في الناتج المحلي الخام ضعيفة حيث لم تتجاوز سقف 30% خلال الفترة 2005-2009 وهذا ما يؤكد ضعف الوساطة المالية التي تقوم بها البنوك في الاقتصاد والذي

⁽¹⁾ بنك الجزائر، التقرير السنوي 2013- التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، المصدر سبق ذكره، ص ص 106-108

يبقى المتعاملون فيه يعتمدون على وسائل تمويلية أخرى وتتفاقم هذه الوضعية خصوصا في ظل غياب السوق المالي⁽¹⁾.

4. تحديات النظام المصرفي الجزائري

4.1. تأثير قطاع المحروقات على كفاءة واستقرار القطاع البنكي الجزائري

بسبب الوفرة النفطية التي جعلت الدولة تقدم الدعم للمقرضين والمقترضين على حد سواء، جعل النظام المالي يبدو مستقرا بالرغم من أن هذا الاستقرار سيكون مكلفا بالنسبة لدافعي الضرائب، إلا أن الطريقة التي تحقق بها هذا الاستقرار شوهدت تسعير المخاطر والحوكمة، وأدت إلى اعتلال المصارف، وتشويه السلامة المصرفية ودور التمويل في التنمية. خلال العشرية السابقة حاولت الجزائر بشجاعة تحديث نظامها المالي بالرغم من الضغوط الاجتماعية والتحديات المطروحة من قبل قطاع واسع للمحروقات وقطاع عام غير كفؤ، إلا أن البنوك المملوكة للدولة ظلت تمثل الوساطة المالية المهيمنة على القطاع المالي، السوق المالي بقي في مراحله الأولى، وبقيّة الإصلاحات الضرورية بطيئة بسبب الوفرة النفطية. فبالرغم من إعطاء الترخيص لـ 15 بنك خاص منذ 1998، تبقى البنوك العمومية هي المهيمنة، كما يتم دوريا وبصفة متكررة إعادة رسالتها وهذا كنتيجة لعدم قدرة المؤسسات العمومية الوفاء بخدمات ديونها وكذا الإدارة الضيقة العوائد من قبل البنوك العمومية. كما أن الفصل الواسع لقطاع البنوك الخاصة في عام 2003 شوه الرأي العام تجاه بنوك القطاع الخاص، وفي تلك الأثناء لم تقدم السلطات الدعم للمصارف الخاصة المتعثرة⁽²⁾.

إن العمل الجيد للمصارف يبقى رهينة تقديم القروض لاقتصاد ضعيف التنويع ومتقلب، فالبنوك الجزائرية هي مقابل عاملين من المخاطر غير قابلة للتنويع على الأقل في الوقت الحاضر، أسعار المحروقات والفلاحة. فتاريخ الأنظمة المالية يبين أن هذين الخطرين من الصعوبة مواجهتهما. لقد أثبت تاريخ الأنظمة المالية بأن هناك خطرين غير قابلين للتنويع يواجههما النظام المالي هما النفط والفلاحة، فالنظام المالي يحتاج إلى قطاع حقيقي متنوع وكاف، فإذا كان الاقتصاد في معظمه يعتمد على قطاع واحد أو اثنين مربحين، فانه لا أحد يلوم المصارف على امتناعها تقديم القروض للقطاعات الأقل ربحية والأكثر مخاطرة، كما أن تقديم القروض فقط للقطاعات الرائدة (رغم محدوديتها) يرفع تحديا آخر يتمثل في التركيز الائتماني وما ينجم عنه من مخاطر مقابلة ذات طبيعة نظامية تهدد الاستقرار المالي⁽³⁾.

(1) حبار عبد الرزاق، المصدر سبق ذكره، ص 57

(2) بوكساني رشيد ومزيان أمينة، (2011): الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية (العدد 10)، ص 253

(3) المصدر نفسه، ص 246

وفي ظل هذه الظروف فإن المصرفيين يجدون أنفسهم بطبيعة الحال يركزون على التمويل القصير الأجل والمضمون (تمويل التجارة الخارجية) مما يجعل الأموال توجه بعيدا عن مقاصد تنويع الاقتصاد، كما أن البنوك الأجنبية تركز على هذا النوع من الوساطة حيث يكون اتخاذ المخاطر المحلية مراقب بشكل صارم من قبل الإدارة العليا.

تنفيذ الرقابة يحتاج للتقوية في العديد من المجالات، بالرغم من أن القوانين والتنظيمات تدعم رقابة البنوك، إلا أن الملكية الواسعة للدولة لهذه البنوك أضعف حوكمة هذه المصارف، فالرقابة (رقابة البنك المركزي) تعاني من التماطل في إظهار المعلومات، ضعف في المهارة، ضبابية قنوات المسؤولية.

الانقذات المتكررة للبنوك العمومية يمكن أن توهم جهودا أخرى لدعم النمو، ففشل المصارف العمومية دعا إلى إعادة هيكلتها بتكلفة تقارب 4% من الناتج المحلي الإجمالي سنويا لمدة مستمرة، والخسائر استمرت في التراكم⁽¹⁾.

شيء آخر مضلل في غاية الأهمية عند تحليل الاستقرار المالي في الاقتصاديات النفطية، يكمن في حالة وجود قطاع غير نفطي ينمو بمعدلات جيدة، فهذا الأمر غير كاف، وذلك أن معظم نشاطات القطاعات غير النفطية تكون مقادة من قبل المشاريع الحكومية التي تمولها من ميزانياتها العمومية ذات المورد الواحد، وهو إيرادات القطاع النفطي. وبهذا يتضح الارتباط القوي بين القطاع النفطي والقطاع غير النفطي في ظل غياب القطاع الخاص غير النفطي وقيامه بدور فعال في دعم النمو والاستقرار المالي الذاتي. ففي حال انقلاب أسعار النفط فستتخفض الإيرادات الحكومية مما يدفعها لمراجعة المشاريع الحكومية، فينخفض نمو القطاع غير النفطي.

وبهذا يتضح المشهد جيدا، فملكية المصارف تعود للحكومة، كذا القوة القائدة للقطاع غير النفطي تعود للحكومة، وكذا معظم الودائع هي لأجراء يعملون لدى الحكومة، وأيضا القطاع النفطي ملكيته تعود للحكومة، إلا شيء واحد فقط لا تستطيع الحكومة التحكم فيه وهو أسعار النفط. وبهذا يتضح من تحليل الفعالية والاستقرار الماليين أنهما رهينة قطاع المحروقات وأنه محقق بعوامل خارجية غير قابلة للاستمرار⁽²⁾.

2.4. ضعف دور النظام البنكي الوطني في تمويل النمو الاقتصادي ودعم الانطلاقة الاقتصادية

إن البنوك الجزائرية لا تلعب دورها الاقتصادي في تمويل المشاريع الاستثمارية حيث تحولت إلى مجرد شبابيك فقط، مع غياب العلاقة بينها وبين المتعاملين الاقتصاديين، خاصة المستثمرين فهي لا تتعامل إلا مع المستوردين، ولعل تفسير ذلك يكمن في:

(1) بوكساني رشيد ومزيان أمينة، المصدر سبق ذكره، ص ص 254 - 255

(2) المصدر نفسه، ص ص 246 - 247

- غياب بنك استثمار متخصص ومجهز للتعامل مع الخطر وتقديره، مما يؤدي إلى تكوين دائرة مفرغة من الجانب الكمي. ففي وسط اقتصادي كالجزائر تطبعه مجموعة مؤسسات محدودة المردودية ومهددة بالإفلاس، ولا يشجع فيها النشاط المنتج بسبب عقبات إدارية متعددة، تتخذ البنوك طبيعيا موقفا انتهازيا لتفادي الخسائر قدر الإمكان مع تقليص الكتلة المالية الموفرة للتمويل الصناعي، وتفضيل قطاعات أضمن كالقرض العقاري، وتمويل عمليات التجارة الخارجية، واستمرار هذه الوضعية سيكرس سياسة تضيق القروض لدى البنوك.
 - ترسخ تقاليد لدى البنوك تهتم بالضمانات التي يمنحها المقترضون بدل الائتقات إلى مردودية المشروع ذاته، أي أن الأسباب التي وضحناها سابقا (عدم فعالية المؤسسات) تجعل البنك يتفقد باحتراس وحذر متزايدين كل طلبات القروض، ليتأكد من أن أصحابها يملكون ما يؤهلهم للسداد في حالة الإفلاس. هكذا تتولد دائرة مفرغة ثانية من الجانب النوعي هي الأخرى مرهقة للقرض، فالزبون يعلم أن البنك لن يعتني بنوعية مشروعه بقدر اهتمامه بتوفر الضمانات الحقيقية، فينكب المستدين على إبرازها بدل تصميم مشروع مقبول ومقنع. والبنك من جهته سيظهر جدارته في تقويم الضمانات الحقيقية على حساب الاعتبار الصحيح للعناصر الفعلية للمشروع، فتتضاءل شيئا فشيئا كفاءته في تقدير الخطر الصناعي على المدى المتوسط، وينكسر رد فعله عندما يهمل طالبوا القروض الدقة في تحضير الملفات التقنية والمالية لعلمهم أنها لا تشكل عنصرا جوهريا لنيل القرض⁽¹⁾. ولكن تاريخيا لم تتجح المشاريع الممولة حسب هذا المنطق، ولم تسترجع البنوك أموالها نظرا لاختلال النظام القضائي.
 - الموارد المالية المشككة غالبا من التوفير القصير المدى (أقل من سنة) لا تسمح بتغطية القروض الطويلة المدى الممنوحة للمستثمرين (من 5 إلى 7 سنوات).
 - نضيف لذلك التأخر في دراسة وتحليل المشاريع التي تتطلب مدة تتجاوز عادة السنة، وذلك بسبب انعدام الخبرة المصرفية المعنية، وتعدد الأطراف الداخلية المكلفة بمعالجة الملفات⁽²⁾.
 - رهان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدعم الانطلاقة الاقتصادية
- يبدو أن القطاع المصرفي الذي تسيطر عليه البنوك العمومية بنسبة 95% من إجمالي أصول النظام المصرفي، يعاني من بعض الصعوبات لدعم الانطلاقة الاقتصادية المرهونة باستثمار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مجالات الإنتاج والخدمات، ومجالات مبتكرة مرتبطة بتكنولوجيا الإعلام والاتصال. حيث يعتبر قطاع م.ص.م في غالب الدول المتطورة، والاقتصاديات المتحولة

⁽¹⁾ لوتشيو غيراطو، (2004): الدائرة المفرغة المزدوجة للبنك مع القرض، مجلة بعثة اللجنة الأوروبية بالجزائر (العدد 04)، ص4

⁽²⁾ حماني رضا، (2004): النظام المصرفي الجزائري حصيلة متناقضة وغير متساوية، مجلة بعثة اللجنة الأوروبية بالجزائر (العدد 04)، ص9

لاقتصاد السوق مثل الجزائر محرك القيمة والشغل، نظرا للمزايا التي تتميز بها هذه المؤسسات من روح المبادرة، قدرة اتخاذ القرار السريع، حجم صغير يسهل التأقلم، مرونة التكيف مع تطورات الأسواق والتكنولوجيا، تنظيم داخلي لين، إدارات وعمال في تحفيز دائم، وتنافسية بفضل عمليات إعادة التأهيل.

ولكن أول عقبة تتوقف أمامها م.ص.م في الجزائر هي التمويل، خاصة منه المتوسط المدى الموجه نحو الاستثمارات الإنتاجية⁽¹⁾

قد يكون اللوم مقسما بين البنوك والزبائن فالمسؤولية مشتركة، والحلول تكون صعبة في حالة القرض لأن النقص عند أطراف يقابله مباشرة رد فعل سلبي من قبل أطراف أخرى، وتتشأ حلقات مفرغة لها عواقب سيئة على كافة اقتصاد البلاد⁽²⁾.

-تحفظات البنوك العمومية

هذه الأخيرة متخوفة دائما من تمويل م.ص.م للأسباب التالية:

- جهل نسبي لعالم م.ص.م، والمؤسسة الخاصة وأهميتها الاقتصادية والاجتماعية، فالبنوك العمومية متحفظة لخوض أي خطر تسيء تقديره مع الزبائن، ربما لنقص المعلومات الكافية بالجزائر عن واقع المؤسسة نفسها، ربما لحجمها المحدود أو لانتمائها للقطاع الخاص، أي دون ضمانات حكومية رغم الإشادة بفعاليتها في الخطاب الرسمي؛
- التعود على التعامل مع مؤسسات عامة دون مخاطر؛
- تقدير سلبي لمخاطر م.ص.م في غياب طرق حديثة للتحليل الاقتصادي المعمق؛
- تقليص متواصل خلال السنوات الأخيرة لنسب الفائدة المأخوذة عن قروض المؤسسات، مما يجعلها غير مغرية في تعاملها مع البنوك.
- وعليه تظهر م.ص.م بالنسبة للبنوك كمغامرة تبتلع الأموال فقط، وسوء التقاهم المتبادل بين البنك والمؤسسة يمكن استدراكه إذا حاول كل طرف معرفة الآخر⁽³⁾.

-نقائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعرف المؤسسات الجزائرية الخاصة هي كذلك نقائص تبرر جمود البنوك نحوها، ونذكر منها:

- محاسبة واهية وضبابية في تقييد حسابات المؤسسات؛
- نقص الضمانات إلا ما يتعلق منها بالأموال والتي يصعب توظيفها؛
- حسابات ضريبية بعيدة عن الواقع الاقتصادي للمؤسسة؛

⁽¹⁾ وحدة التسيير الأوروبية لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، (2004): رهان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة بعثة

اللجنة الأوروبية بالجزائر (العدد 04)، ص 13- 14

⁽²⁾ لوتشيو غيراطو، المصدر سبق ذكره، ص 4

⁽³⁾ وحدة التسيير الأوروبية لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المصدر نفسه، ص 13- 14

- جهل بالتكاليف؛
 - غياب خريطة الأعمال؛
 - غياب مخطط التمويل؛
 - ضعف طاقات التسيير الراشد خاصة في المجال المالي.
- فلا بد من معالجة هذه النقائص حتى تتمكن هذه المؤسسات من استدراك الخلل، وتسوية العلاقة مع البنك بتقديم ملفات مقبولة الاعتماد البنكي⁽¹⁾.
- قهرت الحكومة مؤخرًا العودة للقروض الاستهلاكية، في وقت أبدت استعدادها لمراجعة سياستها فيما يخص التجارة الخارجية، من خلال تطوير الصادرات خارج المحروقات وتشجيع المنتج المحلي وترقيته وتطوير الاستثمارات الوطنية، كإجراءات إستراتيجية فرضتها الوضعية الاقتصادية الحالية للجزائر في ظل انخفاض أسعار النفط وبداية تراجع احتياطي الصرف، وأمام كل هذه المعطيات يطرح إشكال "انعدام فعالية" النظام المصرفي المحلي، وضرورة مراجعته ليصبح أساس الاستثمار الوطني والأجنبي ومدى انسجام الساحة المالية الوطنية مع قواعد الأمن المالي العالمي وقدرتها على ترشيد احتياطي الصرف الذي تتمتع به الخزينة العمومية حاليًا والذي بدأ في التراجع.
- تعاني الجزائر مشاكل نوعية بشأن المؤسسات المالية ويتعلق الأمر خصوصًا بقدرة جلب والحفاظ على تدفقات الاستثمار، وتقتصر قدرات البنوك العمومية حاليًا على تمويل القروض المصغرة قصيرة الأجل وهو ما دفع بالحكومة للعودة للقروض الاستهلاكية كونها عملية مربحة بالنسبة للبنوك وفيها دوران سريع للأموال، بينما ترفض أغلب البنوك العمومية التوجه لتمويل الاستثمار الداخلي لما فيه هذا الأخير من مخاطر للبنوك كون القروض فيه طويلة المدي وحركة رؤوس الأموال فيه بطيئة وبالتالي فإن البنوك في الجزائر تريد استثمارات وتمويلات قصيرة لأنها تضمن الفعالية واسترجاع رؤوس الأموال في وقت قصير وبالتالي الربح السريع.
- لكن هذا الإجراء بحسب الخبراء يأتي مخالف لما تحاول السلطات العليا للبلاد تطبيقه فيما يخص التجارة الخارجية وتطوير الصادرات خارج المحروقات والتخفيف من عبء الواردات على خزينة الدولة كون العودة للقروض الاستهلاكية وحصرها على المنتج الوطني الغير موجود أصلاً سيشتجع عملية الاستيراد لنعود للإشكالية ذاتها.⁽²⁾

(1) وحدة التسيير الأوروبية لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المصدر سبق ذكره، ص 14-15

(2) المنظومة البنكية في الجزائر... إصلاحات غير مجدية وعجز في ترقية الاستثمار الوطني، يومية الرائد بتاريخ 2015/04/11، على

الموقع: <http://elraaed.com/ara/watan/65732>، تم الاطلاع على المقال في: 2015 /05/15

المبحث الثالث: الاندماج بين الدائرتين المالية والحقيقية ومدى فعالية بورصة الجزائر

إن ظهور السوق المالي في الجزائر قد تم في إطار عملية إعادة الهيكلة، وتسهيل عملية الخصخصة عن طريق البورصة، وتدعيم دورها في تنشيط الاقتصاد. فبورصة القيم المنقولة تمثل المكان الأفضل للتمويل الطويل المدى، ووجودها يجب أن يرافق إصلاح القطاع البنكي بهدف تكوين سوق مندمج لرؤوس الأموال، حيث تسمح البورصة بالمساهمة في تخفيف الضغط على النظام البنكي، استعمال أفضل للموارد المتاحة وتوسيع مجال الأصول المقترحة على حائزي رؤوس الأموال، ومنه توسيع مجالات التوظيف.

لقد تأخرت كثيرا عملية إنشاء البورصة في الجزائر على الرغم من أنها من بين مشاريع ومراحل الإصلاحات الاقتصادية التي أقرها قانون 1988، إذ يدخل إنشاؤها ضمن إصلاح نظام التمويل بصفة عامة والذي يعتبر من بين الإصلاحات الاقتصادية الشاملة.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر وواقعها الحالي

1. مراحل نشأة بورصة الجزائر

يمكن تقسيم تاريخ نشأة بورصة الجزائر إلى خمس مراحل أساسية:

1.1. المرحلة ما قبل سنة 1990

نظرا لطبيعة النظام السياسي القائم بالجزائر في ذلك الوقت الذي كان يتبنى الاشتراكية، فإنه لم يكن هناك مبرر لوجود البورصة ولا للقيم المتداولة قبل مرحلة الإصلاحات وتحديدًا قبل سنة 1988، وبعد صدور أولى نصوص الإصلاحات والمتمثلة تحديدا في كل من القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ومع التحضير لنص تشريعي تجاري جديد يتضمن المعطيات الجديدة المتعلقة بالإصلاحات الاقتصادية التي شرع فيها بغية المرور إلى اقتصاد السوق والتي اعتبرت عملية شاقة جدا وتحتاج إلى وقت طويل⁽¹⁾.

2.1. المرحلة ما بين 1990 و 1993

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها مع إنشاء صناديق المساهمة، ويهدف التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهتم بأنشطة البورصة في انتظار توفر الشروط الاقتصادية والقانونية، تم إنشاء مؤسسة سميت شركة

(1) براق محمد، (2003): بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد المنعقد يومي 22 و 23 أبريل 2003، بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، ص 05

القيم المنقولة، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمال هذه الشركة بمبلغ 320000 دينار ويتولى مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء كل يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية إدارة هذه الشركة. لقد مرت هذه الشركة بوضعية حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها والدور غير الواضح الذي تلعبه، ورغبة في رفع بعض هذه العقبات تم في شهر فبراير 1992 اتخاذ القرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 932000000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المتداولة وقد أخذت هذه الشركة رسمياً تسمية "بورصة القيم المتداولة"⁽¹⁾.

ولقد تم تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي أواخر سنة 1992، يضاف إلى ذلك أنه تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991، وهي:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الصادر في 28 ماي 1991، والمتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، كما أكد على الشكل القانوني للبورصة، حيث اعتبرها شركة ذات أسهم، وحدد الأطراف المتدخلة بما فيها الخزينة العمومية وبنك الجزائر.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 الصادر في 28 ماي 1991، الذي حدد 10 أنواع من القيم المنقولة وأشكالها، شروط إصدارها وتداولها، وغيرها من الأمور التفصيلية الأخرى.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 الصادر في نفس التاريخ، والذي يتعلق بلجنة البورصة. حيث شرح مهامها وكيفية تكوينها، وكذلك الصلاحيات الواسعة التي أعطيت لها حماية للادخار والمدخرين من الغش والتلاعب⁽²⁾.

وبالرغم من كل ما سبق، فإن هذه البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها⁽³⁾:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل التضخم وأسعار فائدة مرتفعة؛
- الإطار القانوني الضيق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية؛

- ينص القانون 88-01 في مادته 22 على أن يبيع أسهم المؤسسات العمومية الاقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها؛

⁽¹⁾ شمعون شمعون، (1999): بورصة الجزائر، الطبعة 03، دار هومة للطباعة والنشر: الجزائر، ص 80-81.

⁽²⁾ جبار محفوظ، (2001): فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 01)، ص 109

⁽³⁾ براق محمد، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، المصدر سبق ذكره، ص 5

- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية، حيث تمنعها من الدخول في البورصة، إضافة إلى أنها غير كفوءة؛
- غياب هيئات ومؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافا في البورصة، ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم؛
- غياب ثقافة البورصة.

3.1. المرحلة ما بين 1993 و1996⁽¹⁾

- وقد تم خلال هذه المرحلة بروز الوضع القانوني التشريعي والتنظيمي للبورصة، ففي غضون عام 1993، تم إصدار مرسومين تشريعيين هما:
- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.
- وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، وقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط في البورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.

4.1. المرحلة ما بين 1996 و1998

- الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا وسطاء عمليات البورصة.

5.1. المرحلة ما بعد 1998

- مثلت هذه المرحلة البداية الفعلية في قبول المؤسسات الاقتصادية وإدخالها في قيد البورصة، وكذا الشروع في عملية التداول المتعلقة بالقيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر.

2. الهيئات المنظمة للبورصة

1.2. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)⁽²⁾

- هي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997⁽³⁾، يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها، الممسوك بأقساط متساوية من قبل

⁽¹⁾ براق محمد، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، المصدر سبق ذكره، ص6

⁽²⁾ SGBV : la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.

⁽³⁾ الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz>، تاريخ الاطلاع: 2015/08/02

المساهمين⁽¹⁾. وتنشط هذه الشركة تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)⁽²⁾، وتتمثل مهمتها الأساسية في تنظيم وإدارة المعاملات على القيم المنقولة⁽³⁾.

2.2. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

تمثل السلطة في السوق، ومن مهامها الرئيسية تنظيم ومراقبة السوق لحماية الادخار والمستثمرين في القيم المنقولة، والسير الحسن والشفافية في السوق. وباعتبارها السلطة في البورصة فإنها تقوم بالمراقبة حتى تضمن توافق المؤسسات التي يتم المتاجرة بقيمها المنقولة مع القيود التشريعية والتنظيمية المعمول بها. وبهدف فرض النظام في السوق، هناك غرفة تأديبية داخل هذه اللجنة من أجل معاقبة كل من يخالف القواعد التشريعية والتنظيمية⁽⁴⁾.

3.2. المؤتمن المركزي (Dépositaire Central)

تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات (TCC) المتدخلين؛

- مركز حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛

- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...)

- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية، (ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية؛

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

(1) المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هم: بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP).

(2) COSOB : la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

(3) براق محمد، (2004): معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، حالة الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول سبل تنشيط الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاديات الانتقالية المنعقد يومي 15 و 14 مارس 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر.

(4) Banque d'Algérie, (Juillet 2005) : **Rapport 2004** – évolution économique et monétaire en Algérie, p115

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل تكاليف وآجال عمليات التسوية أو التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق ...)⁽¹⁾.

2.4. الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)⁽²⁾

يمكن أن يكونوا مؤسسات مالية بنكية أو غير بنكية، تمارس نشاطها كوسيط في عمليات البورصة بعد أخذ الموافقة من قبل اللجنة، ولا يتم ذلك إلا عندما تملك هذه المؤسسات جزء من رأسمال مؤسسة تسيير بورصة القيم SGBV. ويقوم الوسطاء بتسيير محافظ القيم المنقولة لصالح زبائنهم بعد تلقي رؤوس الأموال عن طريق التحويل البنكي مع توكيل التسيير، كما يمكن لهم أن يكونوا أطرافا في العمليات على القيم المنقولة⁽³⁾. ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً سبعة وسطاء في عمليات البورصة هم جميعا من البنوك العمومية⁽⁴⁾.

3. واقع أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال (الأسهم) وسوقاً لسندات الدين.

1.3. سوق الأسهم

تتكون من:

- السوق الرئيسية : الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

الجدول رقم (11): الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر

عدد الأسهم	القيمة الاسمية دج	القطاع / الفئة	اسم الشركة	الرمز في البورصة
5 804 511	200	التأمينات	أليانس للتأمينات	ALL
8 491 950	100	الصناعة الغذائية	أن سي أ رويبة	ROUI
6 000 000	250	الفندقة	م.ت.ف. الأوراسي	AUR
10 000 000	250	الصيدلة	صيدال	SAI

المصدر: الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz> ، تاريخ الاطلاع: 25/05/2015

خلال سنة 2014، فإن حجم المبادلات في نهاية السنة، قد بلغ مستوى 90.111 ورقة مالية مقابل 120.681 ورقة خلال 2013، وهو ما يعبر عن تدهور بـ 30.570 ورقة مالية

⁽¹⁾ الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz> ، تاريخ الاطلاع: 2015/08/02

⁽²⁾ IOB : les Intermédiaires en Opérations de Bourse.

⁽³⁾ Banque d'Algérie, (décembre 2001), **Le système de paiement en Algérie**, p49

⁽⁴⁾ يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، وبنك التنمية المحلية (BDL)، وبنك الجزائر الخارجي (BEA)، والبنك الوطني الجزائري (BNA)، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك (CNEP-Banque)، والقرض الشعبي الجزائري (CPA)، والبنك الخاص بي ان بي باريبا الجزائر (BNP Paribas El dajazair).

(25.33%). أما القيمة الإجمالية المتبادلة على مستوى سوق الأسهم في السوق الرئيسي هو 81.410.340 دج وهو ما عرف ارتفاع بـ 32 293 350,00 دج (65.74%) مقارنة بسنة 2013⁽¹⁾.

الجدول رقم (12): تطور حجم وقيمة الصفقات على أسهم بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2014

السنوات	حجم الصفقات	قيمة الصفقات
2010	27420	11985965
2011	231997	185118435
2012	49471	36038865
2013	120681	49116990
2014	90111	81410340

المصدر: La COSOB, Rapport annuel 2014, disponible sur le lien : <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/04/COSOB-Rapport-annuel-2014.pdf>, consulté le : 01/02/2015, pp 42-

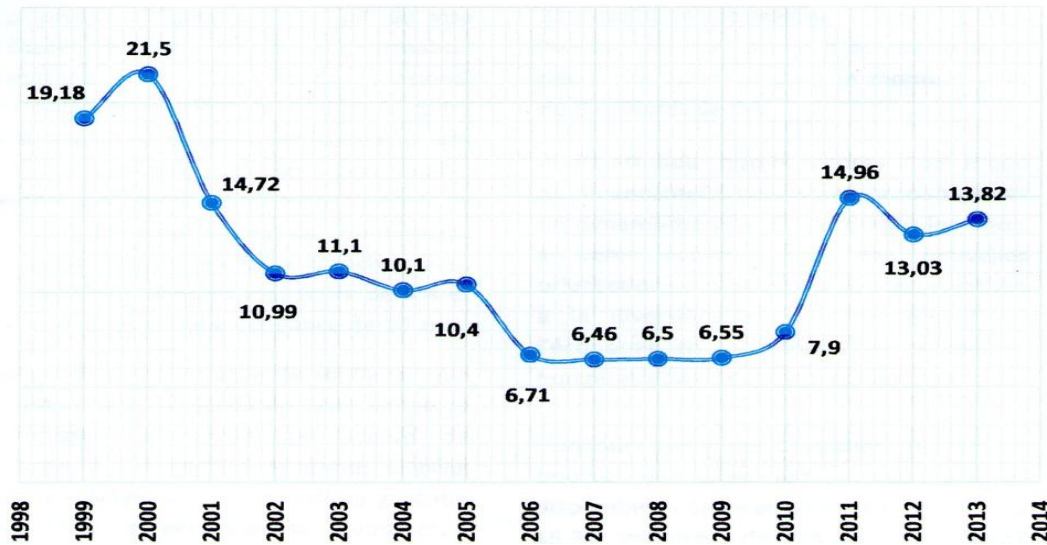
43

القيمة المتبادلة على الأسهم تتطور بطريقة عشوائية منذ 2010 وتبقى تابعة لإصدارات جديدة على مستوى السوق ولوجود السيولة.

- الرسملة في البورصة (capitalisation boursière)

الشكل رقم (38): تطور رأس المال في بورصة الجزائر خلال الفترة 1998-2014

(بالمليار دج)



المصدر: La COSOB, Rapport annuel 2013, op.cit, p75

(1) La COSOB, Rapport annuel 2013, disponible sur le lien : <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-rapport2013.pdf>, consulté le : 24/10/2014, p42

نلاحظ أن رأس المال في البورصة الذي بلغ 21 مليار دج خلال السنوات الأولى من افتتاح بورصة الجزائر ثم عرف تراجع مستمر خلال سنوات 2000 ليصل إلى أقل قيمة له في 2008 وهي 6.5 مليار دينار، ثم عرف تحسن معتبر سنة 2011 ليبلغ 14.96 مليار دينار، ثم انخفض مجددا إلى 13.8 سنة 2013. أما في نهاية سنة 2014 بلغ رأس المال في البورصة 15.79 مليار دينار، وهو ما يمثل ارتفاع بـ 7,04 % مقارنة بسنة 2013. هذا الارتفاع راجع إلى التغيرات نحو الارتفاع في أسعار الأوراق المالية المسعرة⁽¹⁾.

- نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي

تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي⁽²⁾.

الجدول رقم (13) : تطور نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي في بورصة

الجزائر خلال الفترة 2000 – 2013

السنوات	PIB (مليار دج)	رأس مال السوق (مليار دج)	رأس مال السوق / PIB %
2000	4123.5	21.5	0.52
2001	4227.2	14.72	0.39
2002	4522.8	10.99	0.24
2003	5252.3	11.1	0.21
2004	6149.2	10.1	0.16
2005	7561.9	10.4	0.14
2006	8501.6	6.71	0.09
2007	9352.9	6.46	0.07
2008	11043.7	6.5	0.06
2009	9968.0	6.55	0.06
2010	11991.6	7.9	0.06
2011	14526.7	14.96	0.10
2012	16115.4	13.03	0.08
2013	16569.3	13.82	0.08

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

ONS, http://www.ons.dz/IMG/pdf/PIB_SCN_aff2000-2013.pdf, consulté le :17/08/2015

La COSOB, Rapport annuel 2013, op.cit, p75

⁽¹⁾ La COSOB, Rapport annuel 2014, op.cit, p46

⁽²⁾ عاطف وليم أندراوس، (2005): السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة: الإسكندرية، مصر، ص100

من خلال الجدول نجد أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دوراً محتشماً من خلال نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث بلغت هذه النسبة 0.52 % عام 2000 ثم أخذت في الانخفاض إلى أن وصلت 0.08 % عام 2013 ، و يعزى هذا التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة إذا ما أخذنا في عين الاعتبار أن رأس مال السوق = عدد الأسهم × سعر السهم .

ضف إلى ذلك قلة الشركات المدرجة وبالتالي عدم تنوع فرص الاستثمار، وبهذه المعطيات نجد أن بورصة الجزائر تحتل المرتبة الأخيرة من بين الأسواق العربية.

▪ سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيةها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن :

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مُرقي البورصة (promoteur en Bourse)";

- تفتح رأسمالها بنسبة 10٪ كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة؛
- تطرح للاكتتاب العام الأسهم التابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار⁽¹⁾.

لكن لا يوجد إلى يومنا هذا أي مؤسسة صغيرة ومتوسطة مدرجة في بورصة الجزائر مما يدل على أن هذه المؤسسات لا تزال بعيدة عن تحقيق هذه الشروط التي تعتبرها السلطات ميسرة.

⁽¹⁾ <http://www.sgbv.dz>, consulté le : 25/05/2015

2.3. سوق سندات الدين

تتكون من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة. ويوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذا السوق، وهو خاص بمجموعة داخلي التي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016 بمعدل مردودية متوسطة 5.19 % ومبلغ 2.360.140.000 دج⁽¹⁾.

الجدول رقم (14): سندات الدين المدرجة في بورصة الجزائر

الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع / الفئة	قيمة الإصدار دج	نسبة الفائدة %	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق	تاريخ الإدراج
DH16	ش.ذ.أ. دحلي	الفندقة	2 360 140 000	6.75	11/01/2009	11/01/2016	16/03/2009

المصدر: الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz> ، تاريخ الاطلاع: 25/05/2015

حاليا هناك سند واحد مسعر في بورصة الجزائر، هو سند داخلي DAHLI لأجل 2016، بعد أن انتهى أجل سند سونلغاز في شهر ماي 2014. أما في السوق السندي المؤسسي (خارج البورصة) هناك قرضين سنديين لسونلغاز لآجال مختلفة (2016 و 2017). ونذكر أنه في السوق الغير منظم (de gré à gré)، هناك قرضين سنديين قد وصلا إلى أجلهما هما، الاقتراض السندي المصدر من قبل سونلغاز بمبلغ 3.3 مليار دينار جزائري قد وصل إلى أجله في 31 مارس 2014، وآخر خاص بـ ETRHB HADDAD الذي وصل إلى أجله في 14 ديسمبر 2014، حيث كان مبلغه 6 مليار دينار جزائري.

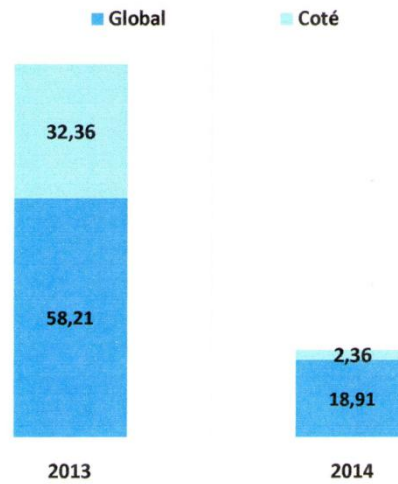
ومن المتوقع أن يعرف هذا النمط من التمويل ديناميكية أكثر خلال الأشهر القادمة وهذا بالنظر إلى الميول الجديدة للسلطات العمومية المتعلقة بتنويع تمويل الاقتصاد وذلك بتعويض الموارد المالية الآتية من الميزانية بالموارد من السوق.

المبلغ الإجمالي للسندات (المسعرة في البورصة وتلك خارج البورصة) المتوفرة انخفضت في 31 ديسمبر 2014، إلى 18.91 مليار دينار جزائري مقابل 58.21 مليار دينار في نهاية سنة 2013، حيث انخفض بـ 67%، وهذا الانخفاض يفسر ببلوغ قرضين سنديين لسونلغاز إلى أجلهما، حيث كان المبلغ الإجمالي لهما 33.3 مليار دينار جزائري. أما فيما يتعلق بالسندات المسعرة في البورصة، بلغت في نهاية سنة 2014، 2.36 مليار دينار جزائري مقابل 32.36 مليار دج في 2013. هذا الانخفاض الكبير يفسر بوصول الاقتراض السندي لسونلغاز إلى أجله في 1 جوان 2014 والذي كان مبلغه 30 مليار دج⁽²⁾.

(1) La COSOB, Rapport annuel 2014, op.cit, p47

(2) La COSOB, Rapport annuel 2014, op.cit, pp 40-41

الشكل رقم (39): مبلغ السندات في بورصة الجزائر نهاية 2014



المصدر: La COSOB, Rapport annuel 2014, op.cit, p41

- حجم وقيمة الصفقات على السندات

الحجم الإجمالي للمعاملات بالنسبة للسندات في سنة 2014 هو 11839 ورقة مالية وهو ما يمثل ارتفاع بـ 4931 ورقة مالية (71.38%) مقارنة بسنة 2013. القيمة الإجمالية المسجلة خلال سنة 2014 هي 107.536.000 دج موزعة كالتالي:

الجدول رقم (15): حجم وقيمة الصفقات على سندات بورصة الجزائر سنة 2014

السند	حجم الصفقات	قيمة الصفقات
سونلغاز	1629	8145000
داخلي	10210	9391000
المجموع	11839	107536000

المصدر: La COSOB, Rapport annuel 2014, op.cit, pp 47-48

▪ وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري . ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع⁽¹⁾.

لا يتم تداول في بورصة الجزائر إلا أسهم أربع شركات إلى جانب سندات شركة داخلي للفندقة. وهذه الوضعية تعكس بوضوح تركيز نشاط البورصة واقتصاره على عدد ضئيل من الشركات

⁽¹⁾ الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz> ، تاريخ الاطلاع: 25/05/2015

وابتعادها عن التنويع رغم إتاحة المشرع الجزائري الفرصة أمام الشركات في تنويع الأوراق المالية⁽¹⁾.

وبناء على ما سبق تعد بورصة الجزائر التي تم إنشاؤها سنة 1997 أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا برأس مال لا يتعدى 13 مليار دينار جزائري أي أقل من 0.1%⁽²⁾ من الناتج الداخلي الخام للبلاد من خلال 4 مؤسسات مدرجة فيها، وهو رقم ضئيل رغم السهولة النقدية الهائلة. بينما تفوق مساهمة البورصة في المغرب 20% و 14% في تونس⁽³⁾. فمذ فترة طويلة تتشابه سوق الأسهم في الجزائر مع اقتصاد البلاد، من حيث كثرة القيود التنظيمية وضعف القدرات التنافسية وتراجع الأداء بالنسبة للإمكانيات الاقتصادية، حيث تذيلت الجزائر الترتيب العالمي لمقياس كفاءة أسواق المال، الذي يندرج في إطار تقرير المنافسة الدولي، الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي لعامي 2013-2014، حيث تحتل المرتبة 143 من أصل 148 دولة شملها التقرير نظرا للغياب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني. ويعتمد مقياس كفاءة أسواق المال، على ثماني محددات رئيسية في تقرير دافوس العالمي، حيث نالت الجزائر في المحدد الأول (توفر الخدمات المالية) المرتبة 141 عالميا، وفي المحدد الثاني (القدرة على تحمل تكاليف الخدمات المالية) المرتبة 144، وفي الثالث (سهولة الحصول على القروض) المرتبة 86، وفي المحدد السابع (تنظيم بورصات الأوراق المالية) المرتبة 142. ومنه فإن الشركات الجزائرية لا تزال تفتقد الجراءة لدخول بورصة الجزائر، حيث أن 8 مؤسسات عمومية كان مقررا أن تعرض أسهمها خلال الثلاثي الثاني من 2014، وهي القرض الشعبي الجزائري، مصانع الإسمنت الثلاثة التابعة للمجمع الصناعي الجزائري للإسمنت، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، كوسيدار للمحاجر، مؤسسة الري والتهئية "هيدرو-أميناغمنت" والمتعامل التاريخي للهاتف النقال موبيليس. في حين أن 3 أو 4 مؤسسات فقط بصدد تحضير نفسها لإيداع ملفاتها⁽⁴⁾.

(1) خباياة حسان، (2003): بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، مجلة العلوم الاجتماعية الإنسانية (العدد 08)، جامعة باتنة، الجزائر، ص 84-85

(2) بورصة الجزائر من أصغر البورصات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، يومية النهار الإخبارية بتاريخ 2013/11/2 الموقع: http://www.ennaharonline.com/ar/algeria_news/185869.html، تم الاطلاع على المقال في: 2013/12/17

(3) وصاف عتيقة وعاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، على الموقع الإلكتروني: <http://www.al-vefagh.com/1385/850629/html/eghtesad.htm#s167712>، تم الاطلاع على المقال في:

2014/04/22

(4) 4 مؤسسات عمومية و 8 شركات خاصة تنظم إلى بورصة الجزائر في 2015، يومية الفجر بتاريخ 2015/05/25، على الموقع الإلكتروني: <http://www.al-fadjr.com/ar/index.php?news=290565%3Fprint>، تم الاطلاع على المقال في:

2015/06/01

المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا أنه ومن خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها، والتي جعلت الوضعية صعبة بالنسبة للمدخرين الصغار وكذلك بالنسبة للمؤسسات المسعرة. هذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي، اجتماعي، ثقافي وتنظيمي... إلخ، وعليه فإنه لابد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

1. معوقات تتعلق بالبورصة

1.1. قلة المؤسسات المدرجة

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح. وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تعاني منها المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة⁽¹⁾.

2.1. عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة

يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، والتنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر.

إن ضعف النشاط في بورصة الجزائر ناتج عن قلة القيم المسعرة، وضعف حجم المعاملات التي تعتبر غير كافية لكي تضمن للبورصة مردودية كافية. حيث وقعت البورصة سنة 2003 في حالة توقف عن الدفع مع مديونية قدرت بـ 20 مليون دينار، وان لم تتدخل الدولة لإعادة رسملتها وتطهير مديونيتها، فان بورصة الجزائر أكيد أنها ستكون منحلة، وذلك بتطبيق ترتيبات القانون التجاري المتعلقة بالإفلاس بالنظر إلى هيكلها كشركة ذات أسهم⁽²⁾.

3.1. عدم نجاعة نظام المعلومات

⁽¹⁾ زيدان محمد ونوردين بومدين، (2006) : دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، معوقات وآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الاقتصاد الجزائري والدول النامية المنعقد يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.

⁽²⁾ Sadi Nacer-Eddine, (2005) : La privatisation des entreprises publiques en Algérie – objectifs, modalités et enjeux, Office des publications universitaires : Alger, Algérie, pp 78– 81

إن المعلومات تلعب دورا هاما في تحديد كفاءة السوق المالي، حيث تكون أسعار الأوراق المالية المعروضة مرآة عاكسة للمعلومات المتوفرة عن السوق. أما بالنسبة لبورصة الجزائر فان النظام المعلوماتي المتاح لا يمكن المستثمر من الحصول على المعلومات اللازمة وبالذقة المناسبة لإجراء تحليلاتهم. فيبقى عليهم انتظار التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيمة في البورصة لكي يتسنى لهم الحصول على معلومات عامة وسطحية. إضافة إلى ذلك فانه بإمكان بعض المستثمرين الحصول على معلومات قبل غيرهم بطرق ملتوية، مما يضيف عليها عدم الشفافية وعدم الكفاءة⁽¹⁾.

4.1. العوائق التنظيمية

إن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكويننا ماليا واقتصاديا عاليا لقراءة المعطيات المتاحة وتفسيرها وتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة. وهذه الكفاءة يجب أن تتوفر في كل العاملين بالبورصة وحتى لدى باقي المتدخلين، وحتى لو اعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الانطلاق على إطارات البنوك والمؤسسات المالية وإطارات شركات المساهمة في إدارتها فهذا غير كافٍ. وبعد غياب المتخصصين أكبر عائق لعملية سير البورصة، فعمل البورصة يتوقف على وجود الوسطاء الذين يتقنون التحكم في بيع وشراء الأسهم والسندات ويكون لهم من الناحية القانونية الأولوية في ممارسة هذه العملية، وهذا رغم كل الجهود المبذولة في هذا المجال.

2. المعوقات السياسية والتشريعية

1.2. المعوقات السياسية

من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما أسهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب، الانقلابات السياسية، والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.

2.2. المعوقات التشريعية

طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم⁽²⁾، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة،

(1) براق محمد، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، حالة الجزائر، المصدر سبق ذكره.

(2) المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 1997-12-29

إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27، أما التصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها⁽¹⁾. نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم⁽²⁾، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة⁽³⁾.

3. المعوقات الاقتصادية

1.3. هينة القطاع العام

إن أغلبية المؤسسات الاقتصادية في الجزائر هي مؤسسات عمومية، تتميز بضعف الإنتاجية، واعتماد سياسة اجتماعية فيما يتعلق بتوظيف العمال، وتحقيق نتائج مالية سلبية. ومنه فهو يعتبر قطاع محطم للثروة، رغم أن الدولة تقوم بإعادة رسملة هذه المؤسسات وتطهيرها قبل قيدها في البورصة، إلا أن ذلك لا يكفي لأن نمط التسيير السابق لا زال قائما. كما أن الحد الأدنى لرفع رأسمال الشركات عن طريق البورصة والمقدر بـ 20% شكل عاملا كابحا، حيث أن هذه النسبة لا تهم المستثمرين والمؤسسات، لأنها لا تتيح لهم المساهمة الفعلية في صناعة القرار، والدخول في مجلس الإدارة وبالتالي تغيير السياسات. أما عن تردد المؤسسات الخاصة عن الدخول للبورصة، فإن ذلك يعود إلى عدة عوامل من بينها الوضعية القانونية للمؤسسات الخاصة التي تعد شركات عائلية، فضلا عن نقص الشفافية في تسيير هذه المؤسسات كالتهرب الضريبي.

الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت إختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المردودية شرطا أساسيا لجذب المدخرات وتوجيهها نحو الأصول المالية.

2.3. الضغط الضريبي

(1) بوكساني رشيد، (2006/2005): معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة في

العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 182

(2) نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.

(3) براق محمد، (2003): بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد المنعقد يومي 22 و23 أبريل 2003، جامعة ورقلة، الجزائر، ص10

إن ما يميز النظام الضريبي الجزائري هو تعدد أنواع الضريبة من جهة، وارتفاعها من جهة أخرى، مثلا الضريبة على أرباح الشركات IBS التي تعادل 30 % من الأرباح، تؤدي إلى تخفيض نسبة التوزيعات على المساهمين. إضافة إلى الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى هذه التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، مما يقزم مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. ومنه لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة، فقليلا ما كانت تشمل إعفاءات وهذا ما شكل عائقا بالنسبة لسوق مالية ناشئة⁽¹⁾.

3.3. منافسة البدائل (السوق الموازي)

إن هشاشة النظام المصرفي في الجزائر، ومنافسة السوق الموازي، جعل العديد من الأعوان الاقتصاديين ينفرون من الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وهذا ما جعل العرض يفوق الطلب على هذه الأصول.

وهناك تقصير من جانب البنوك، خاصة فيما يتعلق بتوزيع الأرباح على المساهمين والفوائد على المكتتبين في السندات، رغم أن البنوك تحصل على عمولة مقابل ذلك، وهذا ما دفع ببعض المؤسسات إلى الدخول في عملية الدفع المباشر لأرباح المساهمين⁽²⁾. إن تعقيد عملية الاستثمار في البورصة وخوف المستثمرين منها في ظل غياب ثقافة البورصة، هو ما جعل هؤلاء المستثمرين يلجئون إلى الاستثمار في البدائل المتاحة، والتي تحقق لهم تحويل أموالهم إلى نقود سائلة بشكل أسرع من استثمارها في الأصول المالية، خاصة بالنظر إلى تفضيل السيولة من قبل المدخرين⁽³⁾.

4.3. التضخم

وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.

وإذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها. وقد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية، ويشهد الاقتصاد خلال

⁽¹⁾ بن لكحل نوال، (2001-2002): الأسواق المالية آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 131-133

⁽²⁾ Sadi Nacer-Eddine, op cit, p 126

⁽³⁾ براق محمد، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، حالة الجزائر، المصدر سبق ذكره.

السنوات الأخيرة عودة الضغوط التضخمية. كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة .

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار⁽¹⁾. وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

5.3. ضعف القدرة الشرائية للمواطن

لقد كان لتخفيض قيمة الدينار وتجميد الأجور، ورفع الدعم على أسعار السلع والخدمات، والتسريح الجماعي للعمال، آثار هامة أدت إلى تدهور القدرة الشرائية لأفراد المجتمع، وتقلص الطاقة الادخارية للعائلات، وعليه فمن الصعب انتظار إقبال كبير من قبل الأسر الجزائرية على الاستثمار في الأصول المالية أو في غيرها.

ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية، ومشكلة تدني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية⁽²⁾.

4. المعوقات الاجتماعية والثقافية

وتتمثل في:

4.1. العوامل التاريخية

لعل من أبرزها الأمية، وبالتالي عدم الوعي من أجل الاستثمار في القيم المنقولة، بالإضافة إلى إجماع عدد من الأشخاص عن استثمار ما لديهم في القيم المتداولة في البورصة، حيث يميل الفرد الجزائري نحو حياة الموجودات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة ودرجة الأمان والعائد المضمون قبل أي اعتبار، و يعود ذلك إلى عدم مصداقية فعالية هذه الأداة، أو نتيجة الخوف من مراقبة مصالح الجباية⁽³⁾.

2.4. العامل الديني

(1) السيد محمد أحمد جاهين، (2001): سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1981/1978، دار النهضة

العربية: القاهرة، مصر، ص 363

(2) براق محمد، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، حالة الجزائر، المصدر سبق ذكره.

(3) براق محمد، المصدر نفسه.

لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في مؤتمره السابع بجدة من 9 - 4 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة⁽¹⁾. كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

3.4. غياب ثقافة البورصة لدى العائلات

أي جهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها. إضافة إلى أن هذه المؤسسة حديثة النشأة وتحتاج إلى فترة من الزمن للتعريف بها⁽²⁾. كما أن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب ثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة⁽³⁾.

وبناء على كل ما سبق فإن أي محاولة جديدة للجوء إلى هذا السوق لخصوصية المؤسسات العمومية، سوف تواجه العديد من الصعوبات، وقد تفشل لأن المستثمرين (المدخرين) لا يمكنهم إلا أن يكونوا متشائمين، وغير واثقين بالنظر إلى التوظيفات التي لم تجلب لهم إلا الصعوبات وعدم اليقين⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ الشامسي جاسم علي، (2008): سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع، المؤتمر

العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 743

⁽²⁾ براق محمد، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، حالة الجزائر، المصدر سبق ذكره.

⁽³⁾ زيدان محمد ونوردين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، المصدر سبق ذكره.

⁽⁴⁾ Sadi Nacer-Eddine, op.cit, p327

خلاصة الفصل الرابع

إن إشكالية عدم وجود اندماج نوعي سليم بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية في الجزائر لا تزال قائمة رغم الخوض في العديد من الإصلاحات التي عرفها كل قطاع، فغياب سوق مالي ونقدي رسمي فعال مندمج بشكل إيجابي مع القطاع الحقيقي خلق فجوة يعمل السوق المالي الموازي على تغطيتها.

فبالنسبة للقطاع الحقيقي، لقد خسرنا تحدي تنويع الاقتصاد الوطني خارج المحروقات، فمعدل التصنيع في البلاد قد تراجع إلى المستوى الذي كان عليه في بداية سنوات 1970، النمو خارج قطاع المحروقات يتعلق وبشكل كبير بالموارد من المحروقات وبالسياسة المالية، نمو القطاع الخاص غير كاف لخلق مناصب شغل كافية، ونمو مناصب العمل غير الرسمية هو الذي يمتص البطالة، أما خلق مناصب عمل رسمية يبقى مركز ومحصور في القطاعات ذات قيمة مضافة ضعيفة. كما أن الانتقال نحو اقتصاد السوق لم يكتمل، فمناخ الاستثمار بقي مرهقا ومعقدا ويحتل المراتب الأخيرة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث لم يسجل أي تغيير جوهري في مسار الاستثمار، سواء تعلق الأمر بالإجراءات أو الوثائق أو المحيط العام الذي يتسم بالكثير من التعقيد والفساد والرشوة والبيروقراطية.

بينما يظل القطاع البنكي والمصرفي من بين أهم نقاط الضعف بالنسبة للجزائر، فخلال العشرية السابقة حاولت الجزائر تحديث نظامها المالي بالرغم من الضغوط الاجتماعية والتحديات المطروحة من قبل قطاع واسع للمحروقات وقطاع عام غير كفؤ، إلا أن البنوك المملوكة للدولة ظلت تمثل الوساطة المالية المهيمنة على القطاع المالي، السوق المالي بقي في مراحله الأولى، وبقيّة الإصلاحات الضرورية بطيئة بسبب الوفرة النفطية. فبالرغم من إعطاء الترخيص لـ 15 بنك خاص منذ 1998، تبقى البنوك العمومية هي المهيمنة، كما يتم دوريا وبصفة متكررة إعادة رسميتها وهذا كنتيجة لعدم قدرة المؤسسات العمومية الوفاء بخدمات ديونها وكذا الإدارة الضيقة العوائد من قبل البنوك العمومية. كما أن الفشل الواسع لقطاع البنوك الخاصة في عام 2003 شوه الرأي العام تجاه بنوك القطاع الخاص.

فالعمل الجيد للمصارف يبقى رهينة تقديم القروض لاقتصاد ضعيف التنويع ومتقلب، فالبنوك الجزائرية هي مقابل عاملين من المخاطر غير قابلة للتنويع على الأقل في الوقت الحاضر، أسعار المحروقات والفلاحة. فالنظام المالي يحتاج إلى قطاع حقيقي متنوع وكاف، فإذا كان الاقتصاد في معظمه يعتمد على قطاع واحد أو اثنين مربحين، فانه لا أحد يلوم المصارف على امتناعها تقديم القروض للقطاعات الأقل ربحية والأكثر مخاطرة، كما أن تقديم القروض فقط للقطاعات الرائدة (رغم محدوديتها) يرفع تحديا آخر يتمثل في التركيز الائتماني وما ينجم عنه من مخاطر مقابلة

ذات طبيعة نظامية تهدد الاستقرار المالي. وفي ظل هذه الظروف فإن المصرفيين يجدون أنفسهم بطبيعة الحال يركزون على التمويل القصير الأجل والمضمون (تمويل التجارة الخارجية) مما يجعل الأموال توجه بعيدا عن مقاصد تنويع الاقتصاد، حيث يكون اتخاذ المخاطر المحلية مراقب بشكل صارم من قبل الإدارة العليا.

أما بالنسبة للدائرة المالية، فقد أصبحت بورصة الجزائر التي تم إنشاؤها سنة 1997 واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية. لكنها تعد أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا برأس مال لا يتعدى 13 مليار دينار جزائري أي أقل من 0.1%⁽¹⁾ من الناتج الداخلي الخام للبلاد من خلال 4 مؤسسات مدرجة فيها، وهو رقم ضئيل رغم السيولة النقدية الهائلة ، وهذا يعني غياب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني. ومنه هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة من البورصة، والتي جعلت الوضعية صعبة بالنسبة للمدخرين الصغار وكذلك بالنسبة للمؤسسات المسعرة. هذه العقبات تأخذ طابع اقتصادي، اجتماعي، ثقافي وتنظيمي...إلخ.

أما المشكل الأساسي الذي تعاني منه بورصة الجزائر هو فقدان البيئة الحاضنة للأسواق المالية والمتمثلة في وجود مؤسسات اقتصادية إنتاجية، فلا يمكن الاعتماد على مؤسسات عمومية تعتمد على سياسات اجتماعية لتشغيل العمال ودون تحقيق مردودية اقتصادية وتعتمد كلياً على الدولة لرسملتها وإعادة تطهيرها. فمن الأفضل وفي الظروف الراهنة تخصيص الجهود لتعبئة المدخرات عبر وسائل أخرى كالزكاة والوقف فهي وسائل مقبولة أكثر لدى فئات المجتمع نظرا للوازع الديني ولا تحتاج إلا في التفكير الجدي لتنظيمها ، في انتظار قيام قطاع حقيقي خاص منتج يحقق قيمة مضافة.

⁽¹⁾ بورصة الجزائر من أصغر البورصات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، يومية النهار الإخبارية بتاريخ 2013/11/2، على الموقع: http://www.ennaharonline.com/ar/algeria_news/185869.html ، تم الاطلاع على المقال في: 2013/12/17

الخاتمة العامة

يعالج هذا البحث ظاهرة خطيرة تكمن وراء الأزمات المالية الدورية، التي لم يتم إلى غاية اليوم التوصل إلى حلول جذرية لها رغم التطور الكبير في الإبداع المالي. هذه الظاهرة تكمن في الاندماج بين الاقتصاد الحقيقي المتمثل في تدفقات السلع والخدمات والاقتصاد المالي والنقدي المتمثل في تدفقات النقود والائتمان، حيث أخذت هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة أدت إلى حدوث انفصام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي. وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضاً بين المضاربة والاستثمار. وهو تطور خطير يكشف عن ازدياد الطابع الطفيلي للرأسمالية المعاصرة.

إن المشكل الحقيقي يكمن في آليات عمل التمويل التقليدي التي تؤدي إلى انفصاله عن الاقتصاد الحقيقي بسبب ابتعاد التمويل عن الدور الذي وضع من أجله، ألا وهو تجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو القطاع الحقيقي المنتج للثروة، لا من خلال التمويل البنكي المرتكز على الفائدة، ولا عبر التمويل المباشر الذي تسيطر عليه المجازفات التي اشتدت بفعل ظهور بعض الإبداعات المالية كالمشتقات وتوريق الديون.

حيث يفترض أن حركة رؤوس الأموال ترتبط أساساً بتمويل تبادل السلع والخدمات، أو لدوافع أخرى طويلة الأجل كتحقيق الاستثمارات المنتجة. أما اليوم فإن هذه الحركة أصبحت شيئاً فشيئاً مستقلة عن الاقتصاد الحقيقي لأنها أصبحت خاضعة لاعتبارات المردودية المالية السهلة. فالمبالغ الخيالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية الدولية تفوق مئات المرات الثروات الحقيقية، والفرق بينهما يحسب بالاختلاف بين المعاملات المالية اليومية من جهة، ومستوى الناتج الداخلي الخام للدول (PIB) وكذلك التجارة الدولية من جهة أخرى. أي أصبح من الممكن لرأس المال أن يحقق مردود مالي دون المرور بنشاط حقيقي، ومنه جني المال بالمال.

فالمالية التقليدية أصبحت كما يصفها البعض بالطفيلية تقنات على ما يحققه الاقتصاد الحقيقي، حيث أصبح هذا الأخير خادماً للتمويل بدلاً من أن يكون التمويل خادماً له. وتسبب هذا الانفصال في حجب الموارد المالية عن الإنتاج والتبادل وتحوّل القطاع المالي إلى عامل عدم استقرار يهدد الاقتصاد والمجتمع بكوارث مالية عنيفة تمتد آثارها إلى خارج الدول المنتجة لها.

ومنه حاولنا أن نبين من خلال هذا البحث أسباب هذه الظاهرة الاقتصادية الخطيرة والمختلفة، والبحث عن حلول جذرية لها من أجل تحقيق علاقة متوازنة بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية من الاقتصاد.

أولاً: نتائج البحث

من خلال تسليط الضوء على هذه الظاهرة الخطيرة وتداعياتها تمكنا من التوصل إلى النتائج التالية:

✓ نتائج متعلقة بحدود الاندماج بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية من الاقتصاد

- إن التفاعل الايجابي بين القطاعين المالي والحقيقي ضروري، لأن النشاط المالي هو دعامة للنشاط الاقتصادي الحقيقي، فهذا الأخير مرتبط بمجموع العمليات الإنتاجية التي لا يمكن تحقيقها بدون تمويل مرتبط بالاحتياجات الاقتصادية.
- الهدف من التمويل أساساً هو تسهيل المبادلات والأنشطة الحقيقية. فالنشاط الحقيقي، وهو التبادل إما بغرض الاستثمار أو الاستهلاك، هو عماد النشاط الاقتصادي، وهو الخطوة الأولى نحو تنمية الثروة وتحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع. فالتمويل يحقق وظيفة مهمة في النشاط الاقتصادي، وهي تسهيل وتشجيع المبادلات والأنشطة الحقيقية التي تولد القيمة المضافة، وهذا هو مصدر تنمية الثروة وتحقيق الرفاه الاقتصادي. وفي مقابل هذه الوظيفة يستحق التمويل عائداً ينبع من القيمة المضافة التي يحققها. وبدون هذه القيمة المضافة لا يوجد مبرر أصلاً لعائد التمويل، بل يصبح هذا العائد تكلفة محضة وخسارة على النشاط الاقتصادي.
- ليست للأدوات (الأصول) المالية قيمة في حد ذاتها، وإنما تعبر عن قيمة ما ترمز إليه وما تعكسه من الاقتصاد العيني، ولا تولد دخلاً بذاتها، وإنما تسهل من توليد الأصول العينية للدخول.
- يعني الاقتصاد المالي حركة رؤوس الأموال بما في ذلك تقلبات أسعار الفائدة وتدفقات الائتمان، بينما يعني الاقتصاد الحقيقي حركة السلع والخدمات، ومع انتشار الأساليب الربوية لم يعد الاقتصاد الحقيقي للسلع والخدمات والاقتصاد المالي للمال والائتمان مرتبطاً أحدهما بالآخر ارتباطاً عضوياً بوصف الاقتصاد المالي تعبيراً بالضرورة عن الاقتصاد الحقيقي، وهذا يدل على أن تلك الاقتصادات ترتبط فيها الأرباح في معظم الأحيان بتقليب وانتقال الأموال بغض النظر عن عمليات استثمارها.
- إن الخلل يكمن في القطاع المالي وليس في القطاع الحقيقي لأنه عفيف فهو ثمرة العمل والجهد والمنتج الحقيقي للثروة التي يتوقف عليها بقاء الإنسان. ومنه لا بد أن نعيد النظر في أسس وآليات عمل التمويل التقليدي.

✓ نتائج تتعلق بأسباب وآثار انفصال المالية التقليدية عن الاقتصاد الحقيقي

- لقد أثبت النظام المالي التقليدي وبشكل ضارب عدم فعاليته في أداء وظائفه والتمثلة في تجميع الادخار وتوجيهه بشكل فعال نحو القطاع الحقيقي، بالإضافة إلى التقليل من

مخاطر هذا القطاع عبر تنظيم سوق لتبادل الأخطار. ولكن ما يحدث اليوم في الأسواق المالية العالمية هو العكس تماما، فقد أصبح القطاع المالي يستنزف الموارد، إضافة إلى تحول هذا الأخير إلى مصدر دائم لعدم الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، عبر حدوث أزمات تتكرر بشكل دوري مع تفاوت حدتها.

- أن الفجوة المتزايدة الاتساع بين القطاعين المالي والحقيقي تعود إلى تشوهات هيكلية في نمط التمويل التقليدي بفرعيه التمويل البنكي المبني على الفائدة ، والتمويل المباشر الذي تسيطر عليه المضاربة. حيث يعتمد التمويل التقليدي على آلية الفوائد الربوية المسبقة التي تُثَمِّي الاقتصاد المالي المضاربي الذي لا يرتبط في كثير من الحالات بالاقتصاد الحقيقي؛ ومن ثم فهو يعد من بين العوامل الأساسية للأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية.
- بالنسبة للدائرة النقدية، يفترض أن نشاط البنوك يوجه الموارد المالية نحو القطاع الحقيقي، ولكن الواقع أن القطاع البنكي يستنزف الموارد المالية والثروات المنتجة من قبل القطاع الحقيقي عبر الفوائد، التي تزيد غالبا عن معدل الإنتاجية في المجتمع، أي عن القيمة المضافة أو عما أضافه استخدام النقود من زيادة حقيقية في الإنتاج، فبديهي جدا أنه لا يمكن للمدينين أن يحققوا عائدا يمكنهم من سداد مبلغ القرض.
- الفوائد على القرض تنمو تلقائيا مع مرور الوقت بغض النظر عن حصول عمليات حقيقية توظف التمويل في توليد الثروة ورفع الإنتاجية. ونتيجة لذلك فإن المديونية تنمو بمعدلات أسرع من معدلات نمو الثروة والدخل. فالدين لا يحتاج لكي ينمو أكثر من مرور الزمن، ولذلك يصبح نموه تلقائيا. أما الثروة فإن نموها يستلزم الكثير من الجهد والتضحية والمعرفة والإبداع.
- تكون البورصة في خدمة الاقتصاد الحقيقي، من خلال تزويده برؤوس الأموال التي يحتاج إليها وذلك عبر تقييم الأوراق المالية التي تسعر فيها بشكل صحيح، وبالتالي فإن التقييم المالي يبدو كأنه انعكاس تام للاقتصاد الإنتاجي. ومنه تكون المالية المباشرة فعالة إذا كانت بدون استقلالية. ولكن حتى توفر الدائرة المالية التمويل للنشاط الاقتصادي الحقيقي يجب أن تمنح مردود مرتفع لجذب الادخار، والرفع من درجة السيولة بإقامة سوق ثانوي (البورصة) فعال. ولكن نتيجة لشدة عامل التقليد، فانه يظهر ميل خطير نحو المبالغة في انخفاض أو ارتفاع الأسعار بشكل يجعل من النادر جدا أن يخرج السوق المالي أو البورصة بتقدير معقول عن حالة الاقتصاد.
- تكون البورصة في غير صالح الاقتصاد الحقيقي عندما يصبح المنطق المالي البحث هو الذي يحرك القرارات الاقتصادية، حيث تسيطر المردودية المالية الفورية على حساب التنمية الاقتصادية في المدى الطويل، ويمكن التوصل من خلال المنطق المضاربي إلى

فك الارتباط بين الأسعار والواقع فتصبح قيم الأسهم والسندات بعيدة جدا عن القيمة الاقتصادية لها.

- تغذت المضاربة بالزيادة في المداخل الجاهزة نتيجة انخفاض الضرائب وتوفر السيولة، مما أدى إلى استمرار نمو الكتلة النقدية بفعل أثر الرافعة الذي كان يركز على منطق صناعي في سنوات 1960-1970، أي تمويل الاستثمارات الحقيقية بالمدىونية للرفع من مردودية الأموال الخاصة، والذي أستخدم بأثر الرافعة المرتكز على منطق المضاربة، أي تمويل توظيفات مضاربة لتحصيل قيمة مضافة. في هذه الشروط تحول التضخم النقدي من الجانب الحقيقي إلى الجانب المالي وأسواق الأصول المضاربة (أصول مالية وعقارية). وتحصيل القيمة المضافة يبقى غير أكيد، ومنه فإن نمو الثروة التي استفاد منها المضاربون (حاملو الأصول المالية) هي ثروة اسمية أو وهمية، لا ترتبط بأي نمو في الثروة الحقيقية للأهم.
- تمثل المخاطر تحديا للتمويل التقليدي، فالبرغم من النمو المطرد في الأدوات التقليدية لمعالجة المخاطر، وأبرزها المشتقات المالية، إلا أن التقلبات والاضطرابات المالية والاقتصادية تبدو في ازدياد بدلا من الانحسار، حيث انحرفت المشتقات عن الوظيفة التي وجدت من أجلها ألا وهي تغطية مخاطر الاقتصاد الحقيقي وأصبحت أهم أدوات المجازفة في الأسواق المالية، حيث 97% منها تستخدم للمضاربة و 3% فقط للتحوط.
- إن الاستخدام المفرط للمنتجات المشتقة يعود إلى التكاليف المنخفضة جدا للصفقات أو المعاملات بالمشتقات، لأن جزء كبير منها يتم تبادلها في الأسواق غير المنظمة (OTC) أي عبر الاتفاق المتبادل بين مؤسستين، أي يتهربون من النظام ومن تكاليف التسيير، هذا فضلا عن الأرباح التي يمكن أن تحققها. وعليه فإن المشتقات قد تم استخدامها بشكل كبير في المجازفات، أي لعبت دورا أساسيا في تغذية الفقاعات المضاربة، التي تهدد بالانفجار عندما لا يستطيع البعض الوفاء بالتزاماتهم بالدفع لأنهم لا يملكون أموال كافية.
- الائتمان يدعم المضاربة العقيمة، حيث من أهم عوامل التقلبات الاقتصادية هو الصعود غير المنضبط الذي يصاحبه الإفراط في تسهيل الائتمان، مما يؤدي إلى مبالغة في قيم الأصول. هذا بدوره يُشجع على الاستدانة برهن هذه الأصول، ما يزيد من ارتفاع أسعارها ومن ثم تصبح السوق في حالة فقاعة غير قابلة للاستمرار والنمو التلقائي.
- يمكن للدائرة المالية الانفصال عن الدائرة الحقيقية إذا سيطرة المضاربة على نشاط البورصة والتي تؤدي إلى تكوين فقاعات مالية تعكس مدى انحراف التمويل المباشر عن الاقتصاد الحقيقي، وهو ما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: مرة بحجب رؤوس الأموال

عن النشاط الاقتصادي الحقيقي ابتداء، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المضاربات وضياع الثروة تبعا لذلك.

- إن الفجوة بين القطاعين المالي والحقيقي الناتجة عن الفرق بين المعاملات الحقيقية والمعاملات المالية والنقدية لصالح هذه الأخيرة، تعرف بالهرم المقلوب الذي قاعدته الضئيلة تمثل القطاع الحقيقي، تتراكم فوقه كتل من الديون في شكل قروض بنكية وأصول مالية، ومصير هذه الديون هو حتما الانهيار، لأنها لا تركز على مقابل لها في الاقتصاد الحقيقي. وكلما كان حجم القطاع المالي أكبر كلما كان الانهيار أشد كلفة.
- إن هذه الفجوة بين القطاعين المالي والحقيقي غير قابلة للاستمرار، لذلك ستنتهي حتما بالتصحيح، والتصحيح يكون على شكل أزمات مالية تكرر كلما تكررت الظاهرة، ومنه فإن الاقتصاديات الرأسمالية تعيش في دائرة مفرغة فلا تكاد تخرج من أزمة حتى تدخل في أزمة أخرى، كان أهمها أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2008.
- تحدثت الأزمات المالية لتصحيح الاختلالات التي تتراكم أثناء مرحلة الصعود، لكي تعود السوق بعد ذلك مجددا نحو الازدهار، وعليه فإن محاولة تأخير التصحيح أو منعه من الوقوع ستؤدي إلى استفحال المشكلة، لأنها تسمح بتراكم مزيد من الاختلالات، فيكون التصحيح حينئذ أكثر ضرراً وأشد تكلفة على الاقتصاد.
- إن خطورة الأزمات الدورية المعاصرة هي نتيجة سياسات تأخير التصحيح الذي كان يتطلبه الاقتصاد، فالأنظمة التي تزعم أنها تحترم الأسواق لم تكن في حقيقة الأمر تحترمها بما يكفي لتجعلها تصحح نفسها بنفسها، بل بقيت تحفز الأسواق بضخ كميات هائلة من السيولة. فالتقلبات والدورات صعوداً وهبوطاً، جزء من آلية السوق الطبيعية؛ لذلك فإن معارضة هذه الآلية لن تعود إلا بالإخفاق. فعندما تكون الأسواق في حالة نمو وازدهار، يمنع أنصار السوق الحرة أي محاولة لإصدار قوانين أو تشريعات تقيد ممارسات المجازفين، ولكن عندما تظهر ملامح الأزمة يصبح التدخل الحكومي مطلباً ضرورياً لإنقاذ الاقتصاد. بمعنى أن احترام آلية السوق يتحقق فقط في حالة الرواج والانتعاش، لكنه يختفي في حالة الكساد والانكماش.
- رغم تكرارية الأزمات فقد تعذر على الدول الكبرى التي تتبنى هذا النظام المالي، تفاديها أو التحكم في مدى انتشار عدوها على المستوى العالمي. ومنه أصبحت المجتمعات الغربية المنتجة لهذا النظام هي أول من ينادي بضرورة تصحيح انحرافات نمط التمويل التقليدي. واتضح للجميع أنه من الصعب الخروج من هذه الدائرة المفرغة بتطبيق حلول رأسمالية. وإنما ما تقوم به الدول الغربية بعد كل أزمة هي مجرد إجراءات للترقيع والترميم، وإلا كانت قد وضعت حد لهذه الأزمات. ومنه لا بد من البحث عن حلول جذرية.

✓ نتائج متعلقة بطبيعة الاندماج بين القطاعين المالي والحقيقي في ظل نمط التمويل الإسلامي

- إن نمط التمويل الإسلامي، هو تمويل أخلاقي ومنضبط يحقق علاقة متوازنة بين كل من القطاع الحقيقي والقطاع المالي. وإذا كان كذلك فإنه من غير الممكن في الاقتصاد الإسلامي الفصل بين الاقتصاد والتمويل. فالتمويل لا ينفك عن النشاط الاقتصادي الحقيقي، ولا يمكن دراسة نظرية التمويل الإسلامي إلا في إطار ينتظم الأمرين.
- من أهم أسباب انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي وما ينجم عن ذلك من أزمات مالية واقتصادية في الدول الرأسمالية المتطورة، هما سعر الفائدة أو الربا، والمضاربة أو المجازفة التي تأججت مع ظهور المشتقات المالية المبنية على الغرر. في حين أن الربا والغرر هما أصول المعاملات المالية المحرمة في الشريعة الإسلامية، ومنه يفترض أن يكون نمط التمويل الإسلامي هو البديل لضمان الارتباط والتوازن بين القطاعين المالي - النقدي والحقيقي من أجل الوصول إلى تحقيق الفعالية المالية والاستقرار الاقتصادي والاجتماعي.
- إن نمط التمويل الإسلامي يركز على نظام أخلاقي يتعارض مع مبدأ المردودية السهلة والمحددة مسبقاً للنقد (الربا)، أو طلب النقد بدافع المقامرة (الغرر)، لأنها نشاطات لا تولد أي قيمة مضافة التي تعتبر المصدر الحقيقي للثروة. فالنقد وسيلة وليست غاية ومنه لا يمكن أن تكون في حد ذاتها منتجة، أي لا يمكن جمع المال بالمال، حيث تضع الشريعة الإسلامية نموذج تمويل ينظم التدفقات المالية ويجعلها مرتبطة بالنشاط الإنتاجي الحقيقي وخادمة له، وهذا هو الوضع الطبيعي الذي يحقق الرفاه الاقتصادي والاجتماعي.
- إن الديون التي تهدف للربح في التمويل الإسلامي لا تنشأ إلا مقابل نشاط حقيقي، من سلع ومنافع وخدمات. ولما كانت الفائدة الربوية في جوهرها دين في الذمة دون مقابل حقيقي فإن استبدالها بعقود التمويل الإسلامية كالبيع الآجل والسلم، يحقق هدفين هما: تحجيم المديونية ومنع نموها دون ضوابط، وتوجيه التمويل لتوليد القيمة المضافة وتعزيز النمو الاقتصادي، وهو ما يسمح بتحقيق عائد للتمويل من خلال القيمة المضافة التي ساهم في إيجادها. وهذا ما يبيّن الفرق بين كفاءة التمويل الإسلامي الذي يستحق عوائد المشاركة، لأنه يتم في إطار حركية اقتصادية حقيقية. بينما التمويل التقليدي لا يرتبط في معظم الأحيان بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، ولا توجد آلية تضمن الارتباط بينهما، وهو ما يؤدي إلى تفاقم المديونية وتضخم فوائدها لتتجاوز القيمة المضافة التي ولّدها أصل التمويل بأضعاف مضاعفة.
- تكمن كفاءة التمويل الإسلامي المرتبطة بتنوع الصيغ وتعدد أساليب التمويل بصورة تُسهم في تغطية الاحتياجات التمويلية لمختلف المؤسسات أو الأفراد من ذوي العجز، بما

يتناسب مع طبيعتها وحجمها ومجال نشاطها.

■ لقد ظهرت أهمية التمويل الإسلامي الذي يربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي في احتواء الأزمات الاقتصادية والمالية والدورات المرتبطة بها. حيث بيّنت الأزمات المالية العالمية صعوبة الوصول إلى التوازن الاقتصادي والمالي في إطار أولوية الاقتصاد الرمزي المضاربي. ويعد التمويل الإسلامي الذي يتميز بتوزيع المخاطرة، وتجنب بيع الديون والمجازفات، وإلغاء التعاملات الربوية، وتشجيع العقود المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي، من أهم البدائل لاحتواء التقلبات الاقتصادية.

■ إن نظرية التمويل الإسلامي لا يمكن أن تكتمل إلا بدراسة التمويل غير الربحي، فالاقتصاد الإسلامي نظام يحقق التوازن بين النشاط الربحي والنشاط غير الربحي، ومن المتعذر فهم التمويل الإسلامي على حقيقته دون إدراك أهمية هذا التوازن في النشاط الاقتصادي وذلك من خلال احتواء الأزمات الاقتصادية والمالية والدورات الاقتصادية. فالاقتصاد الإسلامي يحقق التوازن بين القطاع الربحي الذي يمثل السوق، وبين القطاع غير الربحي الذي تمثله الهيئات الخيرية والمؤسسات الاجتماعية والتنمية. هذا التوازن يسمح باحتواء الآثار السلبية للسوق دون تشويه آلية عملها أو منعها من تصحيح الاختلالات التي تعتور النشاط الاقتصادي. فالنشاط غير الربحي يرشد الإنفاق من خلال توجيهه نحو القطاعات الأكثر احتياجا في المجتمع. هذا الترشيح من شأنه أن يحد من الإفراط في توسع الأسواق، ومن ثمة يقلل فرص الهبوط والانكماش. كما أن النشاط غير الربحي يعمل على إعادة توزيع الثروة التي يحد من تركزها لدى فئة قليلة، ومن ثمة يسمح باستمرار النمو الاقتصادي.

✓ نتائج متعلقة بالاندماج بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية في الاقتصاد الجزائري

- إن إشكالية عدم وجود اندماج نوعي سليم بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية في الجزائر لا تزال قائمة رغم الخوض في العديد من الإصلاحات التي عرفها كل قطاع، فغياب سوق مالي ونقدي رسمي فعال مندمج بشكل إيجابي مع القطاع الحقيقي خلق فجوة يعمل السوق المالي الموازي على تغطيتها.
- إن وجود فجوة بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية في الجزائر تعود إلى تشوهات هيكلية في كل من القطاع الحقيقي والقطاع النقدي والمالي والتي بقيت مستترة بسبب الوفرة النفطية التي بدأت في التراجع بسبب انخفاض الأسعار الدولية للمحروقات.
- بالنسبة للقطاع الحقيقي لقد خسرنا تحدي تنويع الاقتصاد الوطني خارج المحروقات، النمو خارج قطاع المحروقات يتعلق وبشكل كبير بالموارد من المحروقات وبالساسة المالية، نمو القطاع الخاص غير كاف لخلق مناصب شغل كافية، ونمو مناصب العمل غير الرسمية

هو الذي يمتص البطالة، أما خلق مناصب عمل رسمية يبقى مركز ومحصور في القطاعات ذات قيمة مضافة ضعيفة.

- الانتقال نحو اقتصاد السوق لم يكتمل، فمناخ الاستثمار بقي ضعيف ومشكوك فيه. والمعايير الدولية تؤكد ذلك، فالجزائر دائما في آخر الترتيب، في كل النتائج الاقتصادية وحتى في المحيط الاقتصادي، وذلك مقارنة بدول مشابهة ذات مدخول متوسط. حيث يبقى مسار الاستثمار في الجزائر مرهقا ومعقدا ويحتل المؤخرة بالنسبة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كما أنه يظل بعيدا جدا عن المقاييس المعتمدة في البلدان المتقدمة، وأهم نقاط الضعف القائمة تبقى البنوك والإدارة البيروقراطية، والتي تجعل الجزائر دائما في مؤخرة ترتيب البلدان في مجال الأعمال والاستثمار.
- خلال العشرية السابقة حاولت الجزائر تحديث نظامها المالي بالرغم من الضغوط الاجتماعية والتحديات المطروحة من قبل قطاع واسع للمحروقات وقطاع عام غير كفؤ، إلا أن البنوك المملوكة للدولة ظلت تمثل الوساطة المالية المهيمنة على القطاع المالي، السوق المالي بقي في مراحله الأولى، وبقية الإصلاحات الضرورية بطيئة بسبب الوفرة النفطية. فبالرغم من إعطاء الترخيص لـ 15 بنك خاص منذ 1998، بقيت البنوك العمومية هي المهيمنة، كما يتم دوريا وبصفة متكررة إعادة رسملتها وهذا كنتيجة لعدم قدرة المؤسسات العمومية الوفاء بخدمات ديونها وكذا الإدارة الضيقة العوائد من قبل البنوك العمومية. كما أن الفشل الواسع لقطاع البنوك الخاصة في عام 2003 شوه الرأي العام تجاه بنوك القطاع الخاص.
- إن العمل الجيد للمصارف يبقى رهينة تقديم القروض لاقتصاد ضعيف التنوع ومتقلب، فالبنوك الجزائرية هي مقابل عاملين من المخاطر غير قابلة للتنوع، أسعار المحروقات والفلاحة، فالنظام المالي يحتاج إلى قطاع حقيقي متنوع وكاف، فإذا كان الاقتصاد في معظمه يعتمد على قطاع واحد أو اثنين مربحين، فانه لا أحد يلوم المصارف على امتناعها تقديم القروض للقطاعات الأقل ربحية والأكثر مخاطرة، كما أن تقديم القروض فقط للقطاعات الرائدة (رغم محدوديتها) يرفع تحديا آخر يتمثل في التركيز الائتماني وما ينجم عنه من مخاطر مقابلة ذات طبيعة نظامية تهدد الاستقرار المالي. وفي ظل هذه الظروف فإن المصرفيين يجدون أنفسهم بطبيعة الحال يركزون على التمويل القصير الأجل والمضمون (تمويل التجارة الخارجية) مما يجعل الأموال توجه بعيدا عن مقاصد تنويع الاقتصاد.
- بالرغم من أن القوانين والتنظيمات تدعم رقابة البنوك، إلا أن الملكية الواسعة للدولة لهذه البنوك أضعف حوكمة هذه المصارف، فالرقابة (رقابة البنك المركزي) تعاني من التماطل

في إظهار المعلومات وضعف في المهارة. كما أن الانقذات المتكررة للبنوك العمومية أوهنت جهودا أخرى لدعم النمو، ففشل المصارف العمومية دعا إلى إعادة هيكلتها باستمرار.

■ إن وجود قطاع غير نفطي ينمو بمعدلات جيدة، فهذا الأمر غير كاف، وذلك أن معظم نشاطات القطاعات غير النفطية تكون مقادة من قبل المشاريع الحكومية التي تمولها من ميزانياتها العمومية ذات المورد الواحد، وهو إيرادات القطاع النفطي. وبهذا يتضح الارتباط القوي بين القطاع النفطي والقطاع غير النفطي في ظل غياب القطاع الخاص غير النفطي وقيامه بدور فعال في دعم النمو والاستقرار المالي الذاتي. ففي حال انقلاب أسعار النفط ستخف الإيرادات الحكومية مما يدفعها لمراجعة المشاريع الحكومية، فينخفض نمو القطاع غير النفطي.

■ بما أن ملكية المصارف تعود للحكومة، والقوة القائدة للقطاع غير النفطي تعود للحكومة، وكذا معظم الودائع هي لأجراء يعملون لدى الحكومة، وأيضا القطاع النفطي ملكيته تعود للحكومة، إلا شيء واحد فقط لا تستطيع الحكومة التحكم فيه وهو أسعار النفط. وبهذا يتضح من تحليل الفعالية والاستقرار الماليين أنهما رهينة قطاع المحروقات وأنه محقق بعوامل خارجية غير قابلة للاستمرار.

■ لقد أصبحت بورصة الجزائر التي تم إنشاؤها سنة 1997 واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية. لكنها تعد أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا برأس مال لا يتعدى 13 مليار دينار جزائري أي أقل من 0.1% من الناتج الداخلي الخام للبلاد من خلال 4 مؤسسات مدرجة فيها، وهو رقم ضئيل رغم السيولة النقدية الهائلة، مما أدى إلى غياب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني. و منه هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة من البورصة، والتي جعلت الوضعية صعبة بالنسبة للمدخرين الصغار وكذلك بالنسبة للمؤسسات المسعرة. هذه العقبات أخذت طابع اقتصادي، اجتماعي، ثقافي وتنظيمي... الخ.

■ إن بورصة الجزائر تعاني أساسا من فقدان البيئة الحاضنة للأسواق المالية والمتمثلة في وجود مؤسسات اقتصادية إنتاجية، فلا يمكن الاعتماد على مؤسسات عمومية تعتمد على سياسات اجتماعية لتشغيل العمال ودون أن تحقق مردودية اقتصادية وتعتمد كليا على الدولة لرسملتها وإعادة تطهيرها. هذا فضلا عن المعوقات الاجتماعية والثقافية والتشريعية... وغيرها، التي تحول دون قيام البورصة بالدور المنوط بها.

ثانيا: التوصيات والاقتراحات

تأسيسا على ما سبق وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم جملة من التوصيات التي يمكن توجيهها إلى المسؤولين وأصحاب القرار وأيضا الباحثين وأهمها:

✓ توصيات متعلقة بسبل تحقيق اندماج متوازن بين الدوائر المالية، النقدية والحقيقية من الاقتصاد

- لا بد من البحث عن بديل يضمن فعالية واستقرار التمويل، حيث اتجهت الأنظار بقوة، من داخل وخارج الدول المتبنية للنظام المالي التقليدي، إلى نمط التمويل الإسلامي خاصة بعد أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2008، وبدأت الدول الغربية تعطيه أهمية ملحوظة سواء في الدراسات الأكاديمية أو الواقع العملي، حيث شهدت العديد منها قيام بنوك تعمل بالمعاملات المالية الإسلامية، سواء في تجميع الموارد أو في توزيع القروض وفقا للصيغ المالية الإسلامية من مشاركة ومضاربة وغيرها من الصيغ.
- فهم الدروس من التجارب التي تعيشها الدول الرأسمالية المتطورة من أوضاع اقتصادية غير طبيعية ناتجة عن فك الارتباط بين القطاعين المالي والحقيقي، وما لذلك من آثار وخيمة على الاقتصاد وعلى المجتمع، وأخذ العبرة حتى نتفاد أسباب الوصول إلى هذه الأوضاع المختلفة لأن المتضرر في الأول والأخير هم الفقراء أفراد أو دول. فلذا كان للكواريث المالية حسنة، فإن من حسناتها أنها تظهر حكمة الشريعة الإسلامية في تحديد مواطن الخلل في النشاط الاقتصادي وكيف يمكن تلافيه دون الإخلال بآلية السوق والأداء الاقتصادي. فقد بينت الأزمة العالمية لسنة 2008 بوضوح مساوئ المجازفات التي كان الفقه الإسلامي حدد الموقف منها دون تردد قبل أربعة عشرة قرنا. كما بينت الأزمة كيف يتضافر الربا والغرر في انحراف الأسواق عن وظيفتها لتكون في النهاية ضياع الثروة وتبديد المدخرات وتعطيل الطاقات البناءة في المجتمع. ومنه فنحن كمسلمين أولى بتبني نمط التمويل الإسلامي هجرا للمحرمات من ربا وقمار، وخدمة لاقتصادياتنا التي هي في حاجة إلى تمويل أخلاقي وفعال للخروج من دائرة الفقر والتخلف والتبعية الاقتصادية والسياسية.
- تملك الدول الإسلامية والعربية على غرار الجزائر الكثير من الموارد المالية التي بقيت بعيدة عن الدائرة الاقتصادية لأن أصحابها يجدون حرج من التعامل بالربا، ومنه لابد من إعادة إدخال هذه الموارد الضخمة إلى الدائرة الاقتصادية عبر إقامة بنوك إسلامية تعتمد صيغ مالية إسلامية في تجميع الموارد وفي استثمارها، خاصة أن البنوك التقليدية التي تنشط في الجزائر منذ الاستقلال إلى يومنا هذا لم تساهم في التنمية الاقتصادية بل كانت هي الأخرى تستنزف الموارد المالية للدولة عبر رسميتها وإعادة تطهيرها بشكل مستمر.

- إن نمط التمويل الإسلامي ليس تمويل موجه للمسلمين فقط وإنما هو نمط تمويل أخلاقي موجه للبشرية جمعاء، ويصلح لكل زمان ومكان. فالربا على سبيل المثال لم يحرمها الإسلام فقط وإنما هي أيضا محظورة في الديانات الأخرى كالمسيحية واليهودية.
 - إن الشريعة الإسلامية غنية بالحلول والمفاهيم الضرورية لاجتتاب الكوارث المالية والاقتصادية من جهة، وللخروج من الكساد ومعالجة آثاره، من جهة أخرى. لكن تحويل هذه المفاهيم إلى مبادئ للسياسة الاقتصادية يتطلب تضافر الجهود العلمية والمهنية لتطوير معايير قابلة للتطبيق تتناسب مع تعقيدات الواقع اليوم. قد لا يمكن تحقيق ذلك في فترة وجيزة، لكنه ضرورة لا مناص من البدء بها والعمل على استكمالها في أقرب مدى ممكن.
 - المنتجات المالية الإسلامية إذا أرادت أن تثبت وجودها في العالم اليوم يجب أن تستوفي صفتين: الأولى هي السلامة الشرعية، بحيث تكون مقبولة لدى جمهور المسلمين الذين يرغبون في التعامل الإسلامي. والثانية هي الكفاءة الاقتصادية، بحيث تكون سهلة التنفيذ بعيدة عن التعقيد ومحقة لأغراض المتعاملين.
 - الخروج بالهندسة المالية الإسلامية من نفق التقليد للتمويل التقليدي إلى الابتكار والإبداع بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية، مع أنه لا مانع من الاستفادة من ما حققه التمويل التقليدي بما لا يخالف الشريعة، وليس باللجوء إلى الحيل من خلال صبغ تطبيقات التمويل التقليدي بالصبغة الإسلامية دون مراعاة الأخلاق والضوابط الشرعية.
 - لابد من إعادة إحياء التمويل الخيري غير الربحي، من زكاة ووقف وقرض حسن ... فلا يمكن الاكتفاء بالتمويل الإسلامي الربحي، لأنه يعمل على سد الفجوة بين الفقراء والأغنياء. وبذلك نضمن أن يتوجه التمويل الربحي نحو خلق الثروة وتحقيق القيمة المضافة بدلا من ارتفاع المداينات بسبب محاولة الفقراء اللحاق بالأغنياء، إضافة إلى أن التوجه نحو القطاع الخيري هو أفضل السياسات لمواجهة التقلبات الاقتصادية.
- ✓ **توصيات متعلقة بالاقتصاد الجزائري**

- إن إمكانية النمو، تصنيع وتنويع الاقتصاد الجزائري يمكن أن تتحقق إذا أصبحت الجزائر من بين الدول الجاذبة للاستثمار وتنمية المؤسسات.
- التخلص من التبعية لقطاع المحروقات أصبحت حتمية لابد منها خاصة في ظل تراجع أسعار النفط في الأسواق الدولية. ورغم التحسن الطفيف في الاستثمارات الخاصة المحلية عبر إنشاء العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنها تبقى بعيد جدا عن ما هو مأمول، وعن حاجة الاقتصاد الوطني إلى مثل هذه المشاريع لتوفير مناصب عمل وتكوين

- نسيج صناعي يعمل على الأقل على تلبية الاحتياجات المحلية للتخفيف من فاتورة الواردات، خاصة في ظل تراجع إيرادات الدولة من العملة الصعبة.
- بما أنه لا يمكن تصور وجود بورصة فعالة دون وجود مؤسسات اقتصادية إنتاجية فعالة، وهذا هو أكبر عائق يحول دون تحقيق بورصة الجزائر للدور المنتظر منها، هذا فضلا عن المعوقات الاجتماعية والثقافية والتشريعية الأخرى. فمن الأفضل وفي الظروف الراهنة تخصيص الجهود لتعبئة المدخرات عبر وسائل أخرى كالزكاة والوقف ، فهي وسائل مقبولة أكثر لدى فئات المجتمع نظرا للوازع الديني ولا تحتاج إلا إلى التفكير الجدي لتنظيمها، في انتظار قيام قطاع حقيقي خاص منتج يحقق قيمة مضافة من خلال مؤسسات اقتصادية قادرة على الدخول للبورصة لتمويلها.
 - من الضروري الاستمرار في عملية إصلاح القطاع المصرفي والمالي الجزائري من خلال معالجة أبرز التحديات التي تواجه هذا القطاع ومنها تطوير القوى العاملة، تحسين إدارة المخاطر، والتوسع في مجالات الإقراض للشركات الخاصة والمؤسسات المتوسطة والصغيرة.

ثالثا: آفاق الدراسة

كغيرها من الدراسات تحتاج هذه الدراسة إلى جهود إضافية خاصة مع ما يشهده العالم اليوم من فجوة متزايدة الاتساع بين عالم المال وعالم الإنتاج الحقيقي، هذه الفجوة لا تخدم إلا مصالح الأقلية الذين يريدون جني المال بالمال دون المرور بالعملية الإنتاجية، على حساب العمال والأجراء. هذه الرأسمالية الطفيلية التي تقتات من المداخل المحققة في الاقتصاد الحقيقي ، ستؤدي في النهاية إلى تدميره عبر أزمات مالية لا تكاد تتوقف رغم تغير أشكالها وشدتها ، والتي تنتقل عداها إلى دول العالم في ظل عولمة اقتصادية ومالية متسارعة. إضافة إلى وجود العديد من الأسئلة التي لا تزال عالقة وتحتاج إلى إجابات متعمقة لعل أهمها:

هناك توجه جديد يعتبر أن أهم وسيلة للعودة إلى ارتباط متوازن بين الدوائر المالية والنقدية والحقيقية من الاقتصاد، هو إتباع نظام مالي إسلامي بدلا من النظام التقليدي، كما سبق وأن أشرنا سابقا.

فهل يمكن تقديم النظام المالي الإسلامي كبديل اقتصادي ناجح لنموذج التمويل التقليدي؟

وفي الختام، أحمد الله وأشكره على نعمه ونسأله التوفيق والسداد

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

القرآن الكريم

■ الكتب

1. التركماني عدنان خالد، (1988): السياسة النقدية والمصرفية في الإسلام، بدون رقم الطبعة، مؤسسة الرسالة: بيروت، لبنان.
2. جينقياق كوس بروكيه (ترجمة الجبزي مصطفى)، (2011): التمويل الإسلامي، الطبعة 01، وزارة التعليم العالي- الملحقة الثقافية السعودية في فرنسا- والدار العربية للعلوم: بيروت، لبنان.
3. الحجار بسام، (2006): الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة 01، دار المنهل اللبناني: بيروت، لبنان.
4. حجازي عبيد علي، (2001): التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة 02، دار النهضة العربية: القاهرة، مصر.
5. الحديثي عبد الله حسن حميد، (2005): أحكام المعسر في الفقه الإسلامي، الطبعة 01، دار الكتب العلمية: بيروت، لبنان.
6. الحوراني ياسر عبد الكريم، (2002): الفكر الاقتصادي عند الإمام الغزالي، الطبعة 01، دار مجدلاوي: عمان، الأردن.
7. الزبيدي حمزة محمد، (2008): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة 02، دار الوراق: عمان، الأردن.
8. الزحيلي وهبة، (1991): الفقه الإسلامي وأدلته، الجزء 02، دار الفكر: الجزائر.
9. السالوس علي أحمد، (2002): موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي، الطبعة 07، دار الثقافة: الدوحة، قطر.
10. ستغليتز جوزيف (ترجمة الأيوبي عمر سعيد)، (2011): السقوط الحر- أمريكا والأسواق الحرة وتدهور الاقتصاد العالمي، بدون رقم الطبعة، دار الكتاب العربي: بيروت، لبنان.
11. السهموري محمد السعيد، (2012): اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة 01، دار الشروق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
12. السويلم سامي بن إبراهيم، (2007): التحوط في التمويل الإسلامي، الطبعة 01، البنك الإسلامي للتنمية: جدة، السعودية.
13. السويلم سامي بن إبراهيم، (2010): الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، بدون رقم الطبعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية: الرياض، السعودية.
14. السويلم سامي بن إبراهيم، (2011): مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، بدون رقم الطبعة، البنك الإسلامي للتنمية: جدة، السعودية.

15. السيد محمد أحمد جاهين، (2001): سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1981/1978، دار النهضة العربية: القاهرة، مصر.
16. شبرا محمد عمر (ترجمة سيد محمد سكر ورفيق يونس المصري)، (1990): نحو نظام نقدي عادل - دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام، الطبعة 02، دار البشير: عمان، الأردن.
17. شمعون شمعون، (1999): بورصة الجزائر، الطبعة 03، دار هومة للطباعة والنشر: الجزائر، الجزائر.
18. صالح صالح، (2001): السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة 01، دار الوفاء: المنصورة، مصر.
19. عاطف وليم أندراوس، (2005): السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، بدون رقم الطبعة، مؤسسة شباب الجامعة: الإسكندرية، مصر.
20. العامري محمد علي إبراهيم، (2013): الإدارة المالية الحديثة، الطبعة 02، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
21. العجلان حامد الحمود، (2010): الربا والاقتصاد والتمويل الإسلامي - رؤية مختلفة، الطبعة 01، مركز دراسات الوحدة العربية: بيروت، لبنان.
22. عز العرب فؤاد، (1962): الربا بين الاقتصاد والدين، بدون رقم الطبعة، المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية: القاهرة، مصر.
23. عمرو محي الدين، (2000): أزمة النمر الآسيوية - الجذور والآليات والدروس المستفادة، الطبعة 02، دار الشروق: القاهرة، مصر.
24. الغزالي أبو حامد محمد، (2005): إحياء علوم الدين، الطبعة 01، دار ابن حزم: بيروت، لبنان.
25. فؤاد مرسي، (1990): الرأسمالية نجدد نفسها، بدون رقم الطبعة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب: الكويت، الكويت.
26. قنقطجي سامر مظهر، (2009): ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، الطبعة 01، شعاع للنشر والعلوم: حلب، سوريا.
27. لطرش الطاهر، (2004): تقنيات البنوك، الطبعة 03، ديوان المطبوعات الجامعية: بن عكنون، الجزائر.
28. مدحت صادق، (2001): أدوات وتقنيات مصرفية، بدون رقم الطبعة، دار غريب: القاهرة، مصر.
29. المصري رفيق يونس، (1987): مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة، الطبعة 03، مؤسسة الرسالة: بيروت، لبنان.
30. المصري رفيق يونس، (2009): بحث في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة 02، دار المكتبي: دمشق، سوريا.

31. المصري رفيق يونس، (2012): التمويل الإسلامي، الطبعة 01، دار القلم: دمشق، سوريا.
32. المصري رفيق يونس، السويلم سامي بن إبراهيم، شبرا محمد عمر، الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، تركستاني عبد الله قريان، بلعباس عبد الرزاق سعيد، بلوافي أحمد مهدي وإبراهيم أبو العلا، (2009): الأزمة المالية العالمية - أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة 01، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي - جامعة الملك عبد العزيز: جدة، السعودية.
33. منذر قحف وغسان محمود إبراهيم، (2000): الاقتصاد الإسلامي علم أم وهم؟، الطبعة 01، دار الفكر: دمشق، سوريا.
34. منذر قحف، (2011): أساسيات التمويل الإسلامي، الطبعة 02، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA: كوالالمبور، ماليزيا.
35. نبال كامبيل فرغسن (ترجمة محمود عثمان حداد)، (2012): صعود المال - التاريخ المالي للعالم، الطبعة 01، هيئة أبو ظبي للثقافة والتراث - كلمة: أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
36. هانس بيتر مارتين وهارالد شومان (ترجمة عدنان عباس علي)، (1998): فخ العولمة - الاعتداء على الديمقراطية والرفاهية، بدون رقم الطبعة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب: الكويت، الكويت.
37. هندي منير إبراهيم، (1998): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة 01، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر.
38. هندي منير إبراهيم، (2003): الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، المشتقات - العقود الآجلة والعقود المستقبلية، الطبعة 01، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر.
39. اليحيوي يحيى، (1999): العولمة أية عولمة، بدون رقم الطبعة، إفريقيا الشرق: بيروت، لبنان.

■ الأطروحات والرسائل

1. بن بوزيان محمد، (2011-2012): وفرة الموارد الطبيعية والنمو الاقتصادي - دراسة حالة الاقتصاد الجزائري، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان، الجزائر.
2. بن لكحل نوال، (2001-2002): الأسواق المالية آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.
3. بوكساني رشيد، (2005-2006): معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.

4. قريشي يوسف، (2004-2005): سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.

■ المجالات والدوريات

1. Alicia Giron, Eugenia Correa، (جويلية 1999): أسواق المال العالمية- إزالة القيود وتواتر الأزمات، المجلة الدولية للعلوم الاجتماعية- العولمة اليونسكو (العدد 06)، ص ص 65-73
2. بطاهر علي، (2004): سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا (العدد 01)، جامعة الشلف، الجزائر، ص ص 179-212
3. بلعوج بولعيد، (2010): معوقات الاستثمار في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا (العدد 04)، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، ص ص 71-92
4. بوعشة مبارك، (1999): السياسات النقدية وآثار تخفيض العملة الوطنية، مجلة العلوم الإنسانية (العدد 12)، جامعة منتوري- قسنطينة، الجزائر، ص ص 81-94
5. بوكساني رشيد ومزيان أمينة، (2011): الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية (العدد 10)، ص ص 250-271
6. جالبريت جون كنيث في أحد كتبه (نقلا عن مقال لـ مولى عبد الله)، (2001): قضايا أساسية، مجلة الأمل (العدد 06)، نادي الاقتصاد، جامعة باجي مختار- عنابة، الجزائر، ص ص 13-25.
7. جبار محفوظ، (2001): فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 01)، ص ص 111-128
8. حبار عبد الرزاق، (2013): تطور مؤشرات الأداء ومسار الإصلاحات في القطاع المصرفي الجزائري، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية (العدد 09)، ص ص 60-61
9. حماني رضا، (2004): النظام المصرفي الجزائري حسيطة متناقضة وغير متساوية، مجلة بعثة اللجنة الأوروبية بالجزائر (العدد 04)، ص ص 7-14
10. خبابة حسان، (2003): بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية (العدد 08)، جامعة باتنة، الجزائر، ص ص 81-95
11. خليل عبد القادر وبوفاسة سليمان، (2014): اكراهات الاقتصاد الجزائري ومتطلبات التنمية المسؤولة- دراسة تحليلية اقتصادية كلية، مجلة حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية (العدد 15)، جامعة بشار، الجزائر، ص ص 10-12
12. رايس حدة و كرامة مروة، (2012): تقييم التجربة الجزائرية في مجال جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية - دراسة حالة، مجلة أبحاث اقتصادية (العدد 12)، جامعة بسكرة، الجزائر، ص ص 66-72

13. ربحان بكر، (2010): صيغ التمويل والعمليات المصرفية الإسلامية- عينة من الصيغ المهمة للتمويل الإسلامي، *مجلة الدراسات المالية والمصرفية*، المجلد 18 (العدد 03)، ص ص3-22
14. الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، (2007): المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة- تحليل اقتصادي وشرعي، *مجلة جامعة الملك عبد العزيز- الاقتصاد الإسلامي*، المجلد 20 (العدد 01)، ص ص 3-33
15. صالح صالح، (2004): أساليب تنمية المشروعات الصغيرة والصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري، *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير* (العدد 03)، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، ص ص 22-45
16. طارق عبد الله، (2009): الدولة والوقف في القرن الحادي والعشرين - من الوصاية إلى الشراكة، *مجلة المستقبل العربي* (العدد 361)، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت، لبنان، ص ص 95-107
17. عتروس عبد الحق و دهان محمد، (2009): أثر التغير في التداول النقدي على الناتج المحلي في الاقتصاد الجزائري، *أبحاث اقتصادية وإدارية* (العدد 05)، ص ص 01-28
18. لوتشيو غيراتو، (2004): الدائرة المفرغة المزدوجة للبنك مع القرض، *مجلة بعثة اللجنة الأوروبية بالجزائر* (العدد 04)، ص ص 2-6
19. محمود المرسي لاشين، (2004): تجربة جمهورية مصر العربية في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها، *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير* (العدد 03)، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، ص ص 112-132
20. وحدة التسيير الأوروبية لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، (2004): رهان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، *مجلة بعثة اللجنة الأوروبية بالجزائر* (العدد 04)، ص ص 10-19
21. وسن هادي فيحان، (2011): المنظور الإسلامي لتداعيات الأزمة المالية العالمية، *مجلة دراسات إيرانية* (العدد 14)، ص ص 87-122
22. وصاف سعيدي و قويدري محمد، (2008): واقع مناخ الاستثمار في الجزائر بين الحوافز والعوائق، *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير* (العدد 08)، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، ص ص 40-51

■ الملتيقيات والمؤتمرات

1. أبو غدة عبد الستار، (2009): ضوابط تطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون- السلم- تداول الديون)، *المؤتمر الدولي الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية* المنعقد يومي 18 و19 ماي 2009، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين.
2. أحمد شعبان محمد، (2009): الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية في تجنب الأزمات المالية، *المؤتمر العلمي العاشر للاقتصاديات*

- العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية المنعقد يومي 19 و 20 ديسمبر 2009، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، لبنان.
3. براق محمد، (2003): بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، **الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد** المنعقد يومي 22 و 23 أبريل 2003، جامعة ورقلة، الجزائر.
4. براق محمد، (2004): معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية - حالة الجزائر، **الملتقى الدولي الثاني حول سبل تنشيط الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاديات الانتقالية** المنعقد يومي 15 و 14 مارس 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر.
5. زيدان محمد ونوردين بومدين، (2006): دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - معوقات وآفاق، **الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الاقتصاد الجزائري والدول النامية** المنعقد يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
6. سليمان ناصر و محسن عواطف، (2014): قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل تنموي للاقتصاد الجزائري خارج قطاع المحروقات - المعوقات والحلول، **الملتقى الدولي الأول حول تقييم استراتيجيات وسياسات الجزائر الاقتصادية لاستقطاب الاستثمارات البديلة للمحروقات في آفاق الألفية الثالثة بالجزائر** المنعقد يومي 28 و 29 أكتوبر 2014، بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر.
7. السويلم سامي بن إبراهيم، (2008): الأزمة المالية العالمية - رؤية إسلامية، **الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات - الآفاق والتحديات** المنعقد يومي 25 و 26 نوفمبر 2008، جامعة الشلف، الجزائر.
8. الشامسي جاسم علي، (2008): سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع، **المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر**، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
9. صالح صالحي و غربي عبد الحليم، (2009): كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية، **الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية** المنعقد يومي 05 و 06 ماي 2009، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة، الجزائر.
10. علام عثمان، (2015): واقع المناخ الاستثماري في الجزائر مع الإشارة لبرامج الإنعاش الاقتصادي 2001-2014، **الملتقى العربي الأول للعقود الاقتصادية الجديدة بين المشروعية والثبات التشريعي** المنعقد يومي 25 و 28 جانفي 2015، شرم الشيخ، مصر.
11. قدي عبد المجيد، (2006): محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، **الملتقى الوطني الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية** المنعقد يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة، الجزائر.

12. مصيطفى عبد اللطيف و بلعور سليمان، (2004): إشكالية التمويل البنكي، الملتقى الوطني الأول حول فرص الاستثمار بولاية غرداية ودور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - الواقع والتحديات المنعقد يومي 02 و 03 مارس 2004، ملحقة المعهد الوطني للتجارة- متليلي، غرداية، الجزائر.
13. مهدي ميلود، (2006): دور التمويل الإسلامي في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية مع التركيز على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول إصلاح المنظومة البنكية المنعقد يومي 24 و 25 أبريل 2006، المركز الجامعي بشار، الجزائر.

■ المنشورات الالكترونية

1. 4 مؤسسات عمومية و 8 شركات خاصة تنظم إلى بورصة الجزائر في 2015، يومية الفجر بتاريخ 2015/05/25، على الموقع الالكتروني: <http://www.al-fadjr.com/ar/index.php?news=290565%3Fprint> ، تم الاطلاع على المقال في: 2015/06/01
2. إحصائيات المجمعات الاقتصادية، الديوان الوطني للإحصائيات، على الموقع: <http://www.ons.dz/IMG/pdf/qqagregatat07-11.pdf> ، تم الاطلاع على المقال في: 2015/02/02.
3. أحمد مصطفى، أزمة الديون السيادية هيكلية أكثر منها مالية، على الموقع الالكتروني: <http://www.bbc.co.uk> ، تم الاطلاع على المقال في: 2012/06/17
4. أزمة الاقتصاد الجزائري من منظور آخر، على الموقع الالكتروني: <https://chronicle.fanack.com/ar/algeria/economy/algerias-struggling-economy-in-perspective> ، تم الاطلاع على المقال في: 2015 /06 /01
5. أليه موريس، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق- من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، على الموقع الالكتروني: <http://www.kantakji.com/media/5100/r333.pdf> ، تم الاطلاع على المقال في: 2012/09/18
6. أي مستقبل للمنظومة البنكية في الجزائر؟، يومية السلام بتاريخ 2012 /09/19، على الموقع: <http://www.essalamonline.com/ara/permalink/15445.html#ixzz3XgCuYQat> ، تم الاطلاع على المقال في: 2013 /03 /02
7. الببلاوي حازم، الأزمة المالية العالمية- محاولة للفهم، على الموقع الالكتروني: http://archive.libya-al-mostakbal.org/Mokhtarar/october2008/hazem_albablawi_financial_crises.pdf ، تم الاطلاع على المقال في: 2011/07/08

8. بنك الجزائر، (نوفمبر 2014): التقرير السنوي 2013- التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، <http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/rapport2013arabe.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2014/10/11، ص ص 26- 31
9. بورصة الجزائر من أصغر البورصات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، يومية النهار الإخبارية بتاريخ 2013/11/2، على الموقع: http://www.ennaharonline.com/ar/algeria_news/185869.html، تم الاطلاع على المقال في: 2013/12/17
10. بيانات التصريح بالاستثمار 2002-2014، الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، على الموقع الإلكتروني: <http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement/bilan-des-declarations-d-investissement-2002-2013>، تاريخ الاطلاع: 2015/05/14
11. البيانات الخاصة بالدين الخارجي واحتياطي الصرف، الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، على الموقع: <http://www.andi.dz/index.php/ar/raisons-pour-investir>، تاريخ الاطلاع: 2015/01/02.
12. حسابات الناتج الداخلي الخام، الديوان الوطني للإحصائيات، على الموقع: http://www.ons.dz/IMG/pdf/PIB_SCN_aff2000-2013.pdf، تاريخ الاطلاع: 2014/11/10.
13. دراز محمد عبد الله، الربا في نظر القانون الإسلامي، محاضرة ألقاها في مؤتمر القانون الإسلامي المنعقد في باريس في 8 أوت 1951، مكتبة المهتدين الإسلامية لمقارنة الأديان، على الموقع الإلكتروني: <http://kotob.has.it>، تم الاطلاع على المقال في: 2010/04/14
14. دوابه أشرف محمد، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، على الموقع الإلكتروني: http://slconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/28.swf، تم الاطلاع على المقال في: 2013/05/14
15. الديوان الوطني للإحصائيات، على الموقع: http://www.ons.dz/IMG/pdf/CH2-EMPLOI_arab.pdf، تاريخ الاطلاع: 2015/01/02.
16. السبهاني عبد الجبار، آثار التمويل الربوي، على الموقع الإلكتروني: <http://al-sabhany.com/index.php/2012-08-21-02-39-44>، تم الاطلاع على المقال في: 2013/04/11.
17. السبهاني عبد الجبار، الهندسة المالية الإسلامية وصناعة التحوط، الموقع الإلكتروني: <http://al-sabhany.com/index.php/2012-08-21-01-20-08>، تم الاطلاع على المقال في: 2013/10/22

18. السبهاني عبد الجبار، في المخاطرة ومعناها، على الموقع الإلكتروني: [HTTP://AL-SABHANY.COM/INDEX.PHP/2012-08-21-02-38-51](http://AL-SABHANY.COM/INDEX.PHP/2012-08-21-02-38-51)، تم الاطلاع على المقال في: 2011/02/11
19. السقا محمد إبراهيم، أزمة الديون السيادية الأوروبية تزداد عمقا، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع: http://www.aleqt.com/2011/03/04/article_511039.html، تم الاطلاع على المقال في: 2012 / 08/20
20. السويلم سامي بن إبراهيم، التقلبات الاقتصادية في النظام الإسلامي، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2008/11/09/article_162545.html، تم الاطلاع على المقال في: 2010/19/13
21. السويلم سامي بن إبراهيم، السياسة الاقتصادية تجاه الأزمة المالية، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2009/01/11/article_182863.html، تم الاطلاع على المقال في: 2012/03/02
22. السويلم سامي بن إبراهيم، الفريضة الغائبة في الاقتصاد الإسلامي، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2009/08/02/article_259181، تم الاطلاع على المقال في: 2012/08/10
23. السويلم سامي بن إبراهيم، المشتقات المالية أدوات للتحوط أم للمجازفة؟، مقالات في التمويل الإسلامي، على الموقع الإلكتروني: <http://www.kantakji.com/media/8343/n333.pdf>، تم الاطلاع على المقال في: 2011/01/22، ص ص 14-20
24. السويلم سامي بن إبراهيم، المشتقات المالية تعرض الاقتصاد للخسارة مرتين، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، على الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2006/07/15/article_48101.print، تم الاطلاع على المقال في: 2009/09/15
25. السويلم سامي بن إبراهيم، حوافز التمويل غير الربحي، مقالات في التمويل الإسلامي، على الموقع الإلكتروني: <http://www.kantakji.com/media/8343/n333.pdf>، تم الاطلاع على المقال في: 2011/07/02، ص ص 31-33
26. السويلم سامي بن إبراهيم، وكل بيع مبرور، مقالات في التمويل الإسلامي، على الموقع الإلكتروني: <http://www.kantakji.com/media/8343/n333.pdf>، تم الاطلاع على المقال في: 2011/07/02، ص ص 07-08

27. القطاع غير الرسمي، على الموقع الإلكتروني: <https://chronicle.fanack.com/ar/algeria/economy/informal-sector>، تم الاطلاع على المقال في: 01 / 06 / 2015
28. لحول عبد القادر، أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2006، على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/01>، تم الاطلاع على المقال في: 11 / 05 / 2014
29. لكصاصي محمد، القطاع المصرفي الجزائري- تحديث وتطوير مستمران، اتحاد المصارف العربية، على الموقع الإلكتروني: <http://www.uabonline.org/ar/research/banking/157516041602159115751593>، تم الاطلاع على المقال في: 30 / 03 / 2015
30. مناخ الاستثمار في الجزائر.. من سيئ إلى أسوأ، جريدة الخبر، مقال منشور على الموقع: <http://www.elkhabar.com/press/article/93488>، تم الاطلاع على المقال في: 15 / 10 / 2015
31. منحنى فيليبس، على الموقع: <http://www.marefa.org/index.php>، تاريخ الاطلاع: 14 / 12 / 2012
32. منذر قحف، الأسس الشرعية للنظام الاقتصادي، على الموقع الإلكتروني: http://monzer.kahf.com/papers/arabic/usus_nizam.pdf، تم الاطلاع على المقال في: 19 / 02 / 2014
33. المنسي رضا فتحي علي، إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة، على الموقع الإلكتروني: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=72871>، تاريخ الاطلاع: 10 / 12 / 2014
34. المنظومة البنكية في الجزائر... إصلاحات غير مجدية وعجز في ترقية الاستثمار الوطني، يومية الرائد بتاريخ 11 / 04 / 2015، على الموقع: <http://elraaed.com/ara/watan/65732>، تم الاطلاع على المقال في: 15 / 05 / 2015
35. الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر: <http://www.bank-of-algeria.dz>
36. الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz>
37. الموقع الإلكتروني للوكالة الوطنية لترقية الاستثمار: <http://www.andi.dz>
38. موقع الدرر السنية، على الرابط: <http://www.dorar.net>
39. الموقع: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>، تاريخ الاطلاع: 30 / 05 / 2015

40. ناصر سليمان، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك، تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، على الموقع الإلكتروني: <http://www.drnacer.net/fichier/18.pdf>، تم الاطلاع على المقال في: 2014/12/12
41. وصاف عتيقة وعاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، على الموقع الإلكتروني: <http://www.al-vefagh.com/1385/850629/html/eghtesad.htm#s167712>، تم الاطلاع على المقال في: 2014/04/22
42. الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، على الرابط: <http://www.andi.dz/index.php/ar/raisons-pour-investir>، تاريخ الاطلاع: 2014/08/14
43. الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، على الرابط: <http://www.andi.dz/index.php/ar/mesures-d-appui-au-financement-des-entreprises>، تاريخ الاطلاع: 2014/05/12

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

■ الكتب

1. Aglietta Michel, (1999) : La globalisation financière- L'économie mondiale 2000, La Découverte : Paris, France.
2. Aglietta Michel, (2008) : Macroéconomie financière, 5^é édition, La Découverte : Paris, France.
3. Alphandéry Edmond, Cohen Daniel, Cohen Élie, Orléan André, Rochefort Robert, Stoffaës Christian et Touraine Alain, (2002) : Université de tous les savoirs - L'économie, le travail, l'entreprise, Odile Jacob : Paris, France.
4. Andreau Jean, Christian de Boissieu, Bourguinat Henri, Chaunu Pierre, Cohen Dany, Alain Cotta, Gilles Cottureau, Deflassieux Jean, Derrida Jacques, Fabra Paul et autres, (1992) : Comment penser l'argent?, Edition Le Monde : Paris, France.
5. Barel Etienne, Beaux Christophe, Kesler Emmanuel et Sichel Olivier, (2000) : Economie politique contemporaine, Armand Colin : Paris, France.
6. Benhalima Ammour, (2001) : Le système bancaire algérien- textes et réalité, éditions Dahlab : Alger, Algérie
7. Bramoullé Gérard et Augey Dominique, (1998) : Economie monétaire, Edition Dalloz-Sirey : Paris, France.

8. Chesnais François, (2004) : La finance mondialisée- Racines sociales et politiques, configuration, conséquences, La Découverte : Paris, France.
9. Chesnais François, Duménil Gérard, Lévy Dominique et Wallerstein Immanuel, (2001) : Une nouvelle phase du capitalisme ?, Syllepse : Paris, France
10. D'Arvisenet Philippe et Petit Jean- Pierre, (1999) : Economie internationale- la place des banques, Dunod : Paris, France.
11. Dehem Roger, (1984) : Histoire de la pensée économique- des mercantilistes à Keynes, Dunod : Québec, Canada
12. Dufloux Claude et Margulici Laurent, (1997) : Finance internationale et marchés de gré à gré, 2^e édition, Economica : Paris, France.
13. Gilles Jacoud, (1994) : La monnaie dans l'économie, 3^e édition, Nathan : Paris, France.
14. Keynes John Maynard, (1971) : Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, n° 139, Petite Bibliothèque Payot : Paris, France.
15. Lamy Pierre, (1995) : Les Bourses de valeurs, Economica : Paris, France.
16. Lelong Patrick, Montel-Dumont Olivia, Couderc Nicolas, (2009) : Des subprimes à la récession- Comprendre la crise, La Documentation française : Paris, France.
17. Lordon Frédéric, (2008) : Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières, édition Raisons d'agir: Paris, France.
18. Orléan André, (1999) : Le pouvoir de la finance, Odile Jacob : Paris, France.
19. Orléan André, (2009) : De l'euphorie à la panique - penser la crise financière, Collection de CEPREMAP, Opscule n° 16, Edition de la rue d'Ulm : Paris, France.
20. Plihon Dominique, (1997) : Les enjeux de la globalisation financière - La mondialisation au-delà des mythes, La Découverte : Paris, France.
21. Plihon Dominique, (2004) : Les désordres de la finance - crises boursières, corruption, mondialisation, Universalis : Paris, France.
22. Sadi Nacer-Eddine, (2005) : La privatisation des entreprises publiques en Algérie - objectifs, modalités et enjeux, Office des publications universitaires : Alger, Algérie.
23. Sadigh Elie, (2010) : La financiarisation - capital contre travail, l'Harmattan : Paris, France.
24. Siroen Jean-Marc, (1994) : L'économie mondiale- contraintes et perspectives, Armand Colin : Paris, France.
25. Teulon Frédéric, (1997) : Les marchés des capitaux, Seuil : Paris, France.

26. Trémoulinas Alexis, (2010) : Comprendre la crise, Bréal : Paris, France.

■ القواميس

1. Josette et Max Peyrard, (2001) : Dictionnaire de Finance, 2^e édition, Vuibert : Paris, France.

■ المجلات والدوريات

1. Aglietta Michel, (février 2008) : Comprendre la crise du crédit structuré, **La Lettre du CEPII** (n° 275), Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales : Paris, France, pp 1- 4
2. Artus Patrick, Betbèze Jean-Paul, Christian De Boissieu et Gunther Capelle-Blanchard, (septembre 2008) : La crise des subprimes, **Rapport pour le Conseil d'analyse économique** (n° 6), La Documentation française : Paris, France, pp1- 4
3. Banque d'Algérie, (aout / septembre 2003), **Media Bank** (n° 67).
4. Banque d'Algérie, (décembre 2001), **Le système de paiement en Algérie**.
5. Banque d'Algérie, (Juillet 2005) : **Rapport 2004** - évolution économique et monétaire en Algérie
6. Banziger Hugo, (octobre 2008) : Définir un cadre adapté au fonctionnement des marchés de capitaux modernes- Les leçons de la crise récente, **Revue de la stabilité financière** (n° 12), pp 9-17
7. Boucher Christophe et Plihon Dominique, (2004) : Les marchés financiers sont-ils efficaces ? , **Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003/2004 - La finance pour quoi faire ?**, Association d'Economie Financière : Paris, France, pp 125-134.
8. Christian Walter, (2004) : Volatilité boursière excessive- irrationalité des comportements ou clivage des esprits?, **Revue d'économie financière- La volatilité des marchés financiers** (n°74), pp 85-103
9. Giraud Pierre- Noel, (2004) : l'Utilité contestée de la finance, **Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003/2004 - La finance pour quoi faire ?**, Association d'Economie Financière : Paris, France, pp 43-50.
10. Merzouk Amel, (2014) : L'intégration des sphères réelle et financière- Les termes d'un débat, *Revue des annales de l'université de Béchar des sciences économiques* (n° 15), pp 299-313
11. Ministère de la petite et moyenne entreprise et de l'artisanat, (janvier 2004) : **Actes des assises nationales de la PME**, pp 43- 48

12. Orléan André, (1988) : L'auto-référence dans la théorie Keynésienne de la spéculation, **Cahiers d'Economie Politique** (n° 14-15), pp 229-242
13. Orléan André, (2004) : La Bourse est-elle au service de la production ?, **Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003/2004 - La finance pour quoi faire ?**, Association d'Economie Financière : Paris, France, pp 51-58.
14. Orléan André, (mars 2008) : La notion de la valeur fondamentale est-elle indispensable à la théorie financière ?, **Regards croisés sur l'économie - comprendre la finance contemporaine** (n°3), la Découverte : Paris, France, pp 120-128.
15. Orléan André, (octobre 2004) : Efficience, finance comportementale et convention - une synthèse théorique, **Rapport du Conseil d'Analyse Economique- Les crises financières**, complément A, pp 241-270
16. Romey Carine et Drut Bastien, (Janvier 2008) : Une analyse de la notation sur le marché des RMBS « subprime » aux Etats-Unis, **Risques et tendances** (n° 4), pp 3-32

■ المنشورات الالكترونية

1. 10 fois l'économie réelle - l'influence de la sphère financière mondiale, disponible sur le lien : <http://ianikmarcil.com/2011/08/15/10-fois-leconomie-reelle-lenflure-de-la-sphere-financiere-mondiale/>, consulté le : 20/11/2013.
2. A propos du développement de la mondialisation financière, disponible sur le lien : <http://France-attac.org> , consulté le : 10/03/2009
3. Atkinson Paul, L'utilisation excessive des produits dérivés est responsable de la crise, disponible sur le lien : <http://www.cuej.info/dossiers-multimedias/2012-leurope-imprevisible/rien-ne-va-plus-faites-vos-jeux>, consulté le : 02/12/2014.
4. Bilan et situation en 2012 , disponible sur le lien : <http://www.nabni.org/nos-propositions/economie/bilan-et-situation-en-2012/>, consulté le : 10/ 02/ 2014.
5. Budget de l'Etat Japonais, disponible sur le lien : https://fr.wikipedia.org/wiki/Budget_de_l%27%C3%89tat_japonais, consulté le :10/09/2015
6. Drouin Fabrice, Le montant des produits dérivés - 710.000 milliards de \$, disponible sur le lien : <http://www.wendy-leblog.com/2014/05/le-montant-des-produits-derives-710000>, consulté le : 23/05/2014.

7. <http://boursebinaire.fr/stock-pair-est-un-bon-site-de-trading-d-options.html> , consulté le: 20/11/2015
8. http://giem.kantakji.com/article/details/ID/645#.VsiXg_nhDIU , consulté le: 20/11/2015
9. <http://global.beyondbullsbears.com/fr/2014/09/30/les-sukuk-une-classe-dactifs-qui-se-democratise/> , consulté le: 20/11/2015
10. <http://indigopreciousmetals.com/news/its-the-debt-stupid> / , consulté le: 20/11/2015
11. <http://ledormeur.forumgratuit.org/t374-la-bulle-speculative-des-marches-de-produits-derives-prete-a-exploser> , consulté le: 20/11/2015
12. <http://rei.revues.org/5025> , consulté le: 20/11/2015
13. http://simonthorpesideas.blogspot.com/2013_04_01_archive.html , consulté le: 20/11/2015
14. <http://www.anti-k.org/2015/05/17/wiki-rouge-quest-ce-quune-bulle-speculative/>, consulté le: 20/11/2015
15. http://www.challenges.fr/magazine/0135016203-/le_papa_ou_le_coran.html, consulté le : 11/11/2013.
16. <http://www.cuej.info/dossiers-multimedias/2012-leurope-imprevisible/rien-ne-va-plus-faites-vos-jeux> , consulté le: 29/03/2013
17. <http://www.denis-garnier.fr/2014/08/le-plus-gros-scandale-politique.html> , consulté le: 20/11/2015
18. <http://www.lafinancepourtous.com/Actualites/100-000-milliards-de-dollars-de-dette-obligataire-mondiale> , consulté le: 20/11/2015
19. <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Finance-islamique/La-finance-islamique-dans-le-monde>, consulté le: 20/11/2015
20. <http://www.lagauche.com>, consulté le : 02/01/2013.
21. <http://www.les-crises.fr/deconnexion-eco-financiere/> , consulté le: 20/11/2015
22. <http://www.les-crises.fr/deconnexion-eco-financiere/> , consulté le: 20/11/2015
23. <http://www.les-crises.fr/financement-dette-grecque/>, consulté le: 20/11/2015
24. <http://www.les-crises.fr/retour-sur-le-plan-grec/> , consulté le: 20/11/2015
25. <http://www.les-crises.fr/tout-va-tres-bien/>, consulté le: 20/11/2015
26. <http://www.mondialisation.ca/bale-iii-autopsie-dun-echec/5383784?print=1> , consulté le: 20/11/2015

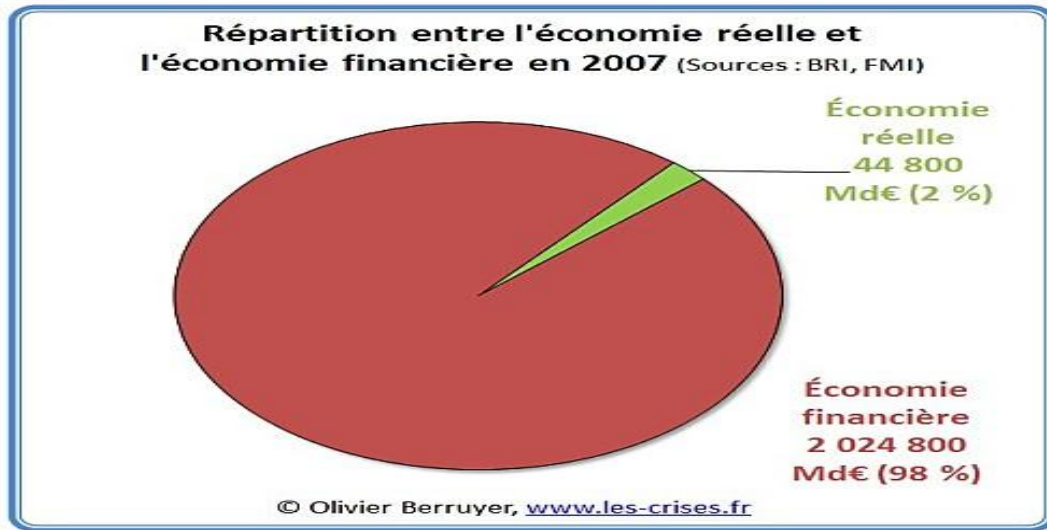
27. <http://www.quiperdgagne.fr/le-monde-en-quelques-chiffres-effroyables-a-vous-donner-le-vertige> , consulté le: 20/11/2015
28. <http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0089-l-europe-face-a-la-crise-financiere> , consulté le: 20/11/2015
29. <http://www.rtl.fr/actu/international/les-bourses-europeennes-en-forte-baisser-7702051530> , consulté le: 20/11/2015
30. <http://www.scoopnest.com/fr/user/RomainLantourne/520510231085068288> , consulté le: 20/11/2015
31. <http://www.tribuforex.fr/forum/viewtopic.php?id=47053> , consulté le: 20/11/2015
32. <http://www.wiki-finance.info/derives-taux-interet.html> , consulté le: 20/11/2015
33. <http://www.wikirouge.net/Financiarisation> , consulté le: 20/11/2015
34. <https://olivierdemeulenaere.wordpress.com/2011/10/30/crise-rien-n-a-change/> , consulté le: 20/11/2015
35. <https://olivierdemeulenaere.wordpress.com/2013/06/08/risque-systemique-suite-engagements-bruts-sur-produits-derives-des-banques-a-risque/> , consulté le: 20/11/2015
36. <https://www.monde-diplomatique.fr/cartes/crisedette> , consulté le: 20/11/2015
37. Husson Michel, (octobre 2008) : La finance et l'économie réelle, article publié dans la revue politique **revue de débats** (n° 56), disponible sur le lien : <http://www.politique.eu.org/spip.php> , consulté le : 14/05/2013.
38. IMF, (April 2007): Global Financial Stability Report, Available on: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/01/pdf/chap1.pdf>, retrieved: 11/04/2011
39. IMF, (April 2008): Global Financial Stability Report, Available on: <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>, retrieved: 24/10/2013.
40. IMF, (April 2015): World Economic Outlook, Uneven Growth- Short- and Long- Term Factors, Available on: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>, retrieved: 28/06/2015.
41. IMF, (October 2008): Global Financial Stability Report, Available on: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>, retrieved : 24/10/2013.

42. L'endettement mondial explose, disponible sur le lien : http://www.rtbef.be/info/economie/detail_lendettement-mondial-explose-et-menace-la-croissance-selon-une-etude?id=8899570, consulté le : 11/02/2015
43. La COSOB, Rapport annuel 2013, disponible sur le lien : <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-rapport2013.pdf>, consulté le : 24/10/2014
44. La COSOB, Rapport annuel 2014, disponible sur le lien : <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/04/COSOB-Rapport-annuel-2014.pdf>, consulté le : 01/02/2015
45. La finance aux pieds d'argile, disponible sur le lien : <http://conscience-sociale.blogspot.com/2008/09/la-finance-et-le-judo.html> , consulté le: 10/10/2011
46. la régulation de la mondialisation financière, disponible sur le lien : <http://www.assemblée-nationale.fr>, consulté le : 14/06/2009
47. Le modèle IS-LM, sur le lien : https://fr.wikipedia.org/wiki/Mod%C3%A8le_IS/LM, consulté le : 01/03/2013
48. Léonard Jacques, La contribution du professeur F.V.Hayek à la théorie néo-classique de la monnaie, de la production et des fluctuations, disponible sur le lien : <https://www.u-picardie.fr/labo/curapp/revues/root/2/leonard1.pdf>, consulté le : 13/10/2014.
49. Les produits de financement participatif, disponible sur le lien : <http://www.institut-numerique.org/ii1-les-produits-de-financement-participatif-5266b925e6e65>, consulté le : 23/10/2013
50. Les produits dérivés, c'est quoi ?, disponible sur le lien : <http://www.les-crises.fr/produits-derives/>, consulté le : 05/02/2014.
51. ONS, http://www.ons.dz/IMG/pdf/PIB_SCN_aff2000-2013.pdf, consulté le :17/08/2015
52. Ordonnance n° 01- 03 du 20 aout 2001 relative au développement de l'investissement, disponible sur le lien : <http://www.energy.gov.dz/legis/ordonnance-01-03.pdf>, consulté le : 10/10/2011
53. Posca Julia, Qu'est-ce que la financiarisation de l'économie, disponible sur le lien : <http://iris-recherche.qc.ca/blogue/quest-ce-que-la-financiarisation-de-leconomie>, consulté le : 24/02/2015.

54. The inverted pyramid of global liquidity, Available on:
http://commons.wikimedia.org/wiki/Image:The_inverted_pyramid_of_global_liquidity.gif , retrieved : 22/07/2013
55. www.native-capital.com, consulté le : 16/06/2013.

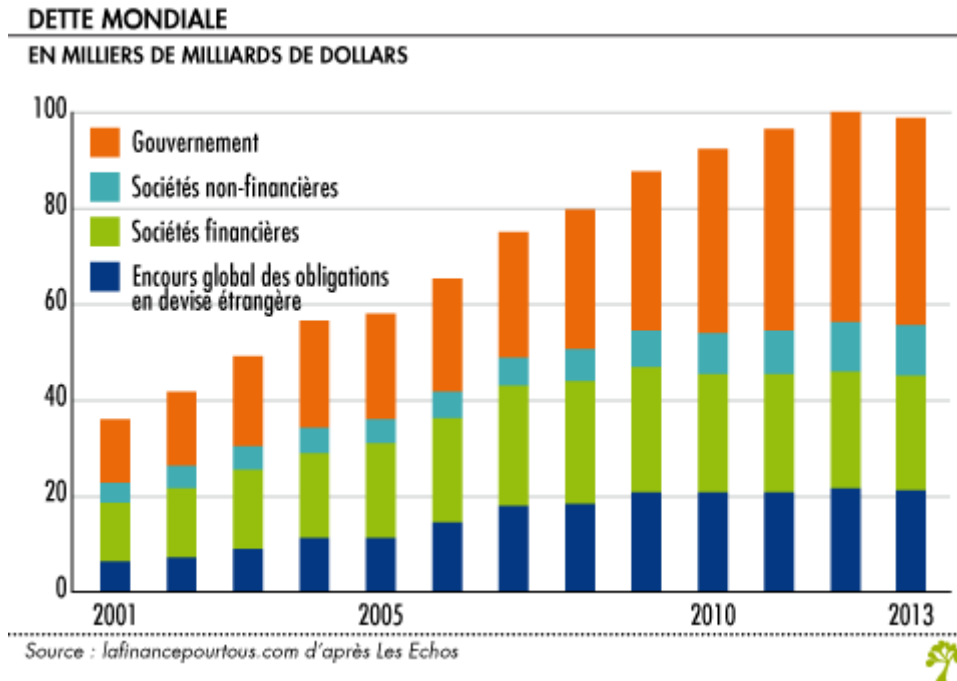
الملاحق

الملحق رقم (01): توزيع الثروة بين القطاعين المالي والحققي سنة 2007



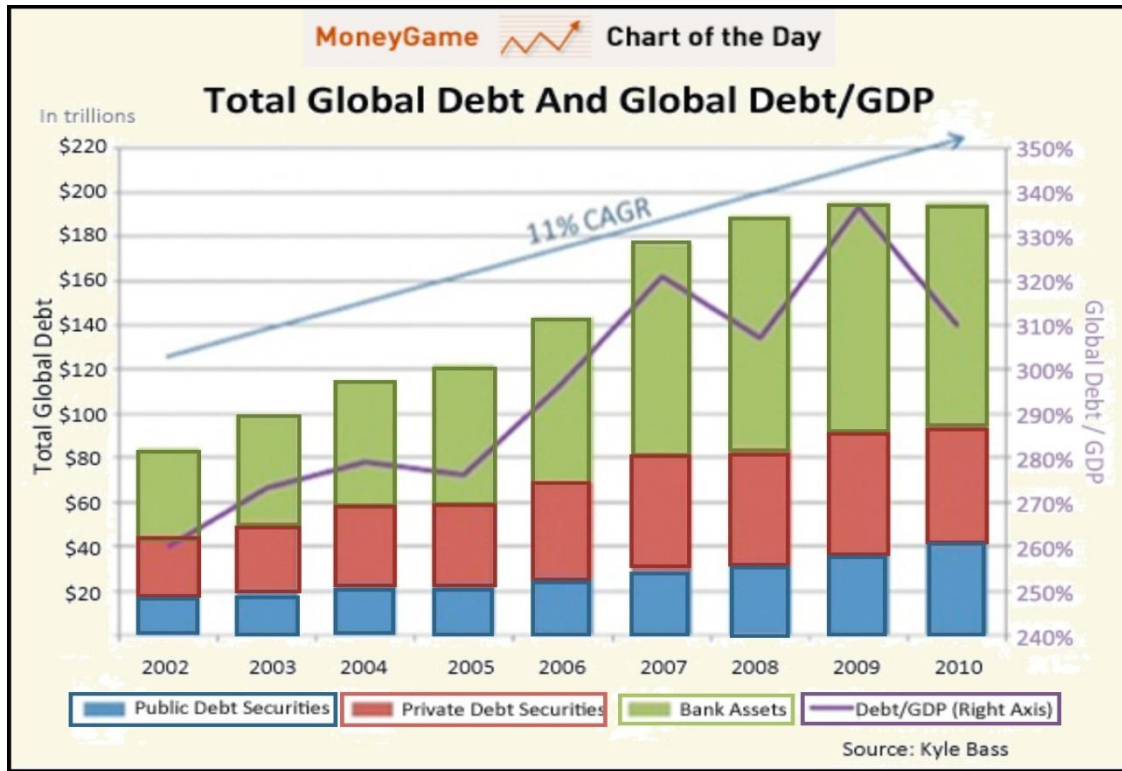
Source: <http://www.les-crises.fr/deconnexion-eco-financiere/> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (02): تطور توزيع المديونية العالمية بين 2001 و 2013



Source: <http://www.lafinancepourtous.com/Actualites/100-000-milliards-de-dollars-de-dette-obligataire-mondiale> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (03): المديونية العالمية بالنسبة للنتاج الحقيقي بين سنتي 2002 و 2010



Source: <http://www.quirperdgagne.fr/le-monde-en-quelques-chiffres-effroyables-a-vous-donner-le-vertige> , consulté le: 20/11/2015

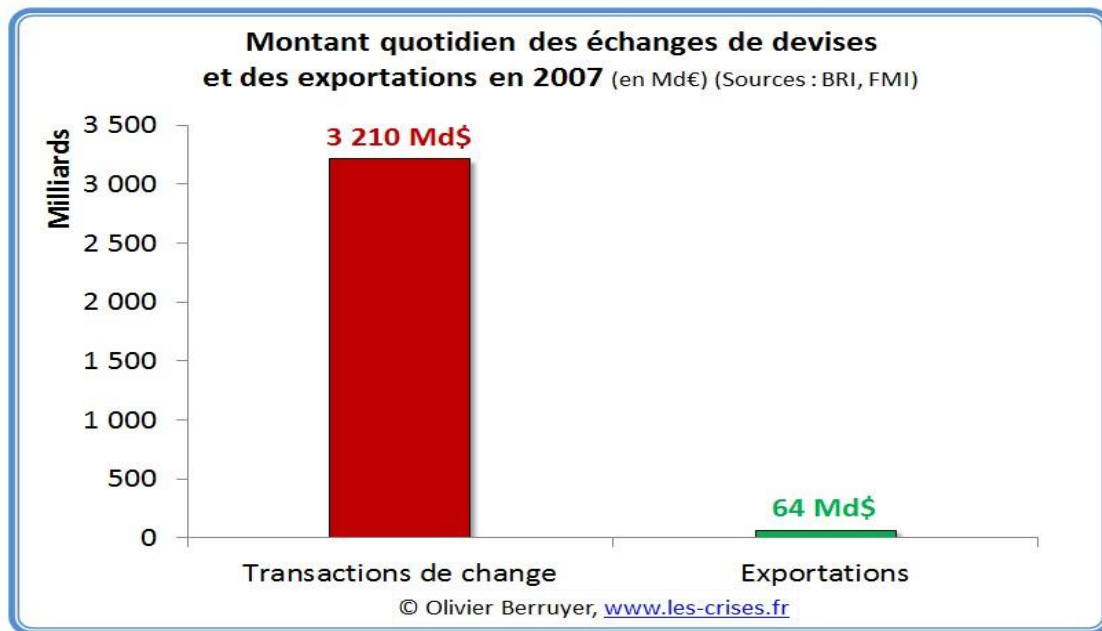
الملحق رقم (04): الفقاعة المالية الناتجة عن المعاملات فيما بين البنوك سنة 2005



Source: <http://www.anti-k.org/2015/05/17/wiki-rouge-quest-ce-quune-bulle-speculative/>,

consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (05): مقارنة المعاملات اليومية على العملات الصعبة بالصادرات سنة 2007



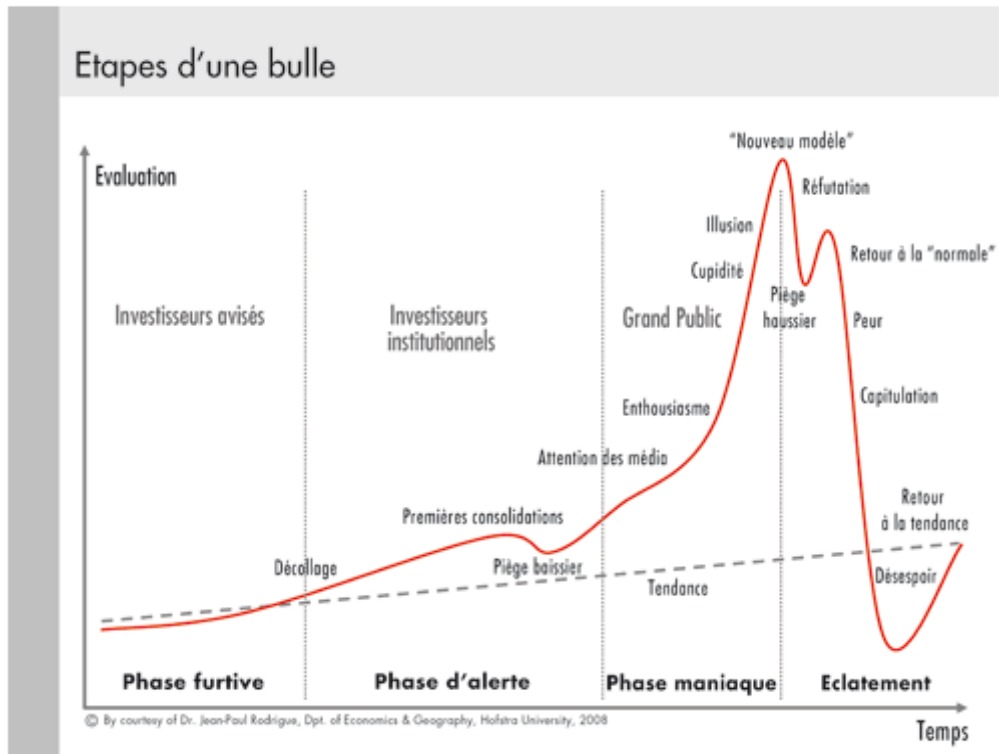
Source: <http://www.les-crises.fr/deconnexion-eco-financiere/> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (06): الثنائي (مردودية/خطر) في كل من الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي

	Économie réelle		Économie financiarisée	
	Base de calcul	Spatialités et temporalités	Base de calcul	Spatialités et temporalités
Rendement	Rendements futurs attendus du projet.	Horizon temporel du projet réel, accumulation; territoire d'implantation du projet.	Comparaison avec les indices des marchés (sur- ou sous-performance).	Rentabilité instantanée et comparable dans le circuit financiarisé mondialisé.
Risque	Risque industriel, technologique, ou du marché des biens et services.	Lié au territoire de déploiement du projet.	Probabilisable et réductible par la diversification entre classes d'actifs et entre pays aux évolutions non corrélées.	Panachage de lieux et de territoires financiarisés aux évolutions non corrélées.

Source : <http://rei.revues.org/5025> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (07): مراحل تطور الفقاعة المضاربة



Source: <http://www.scoopnest.com/fr/user/RomainLantourne/520510231085068288> ,

consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (08): القيمة المضاربة للأسهم المسعرة عالميا والإنتاج العالمي خلال الفترة

2006 – 1980



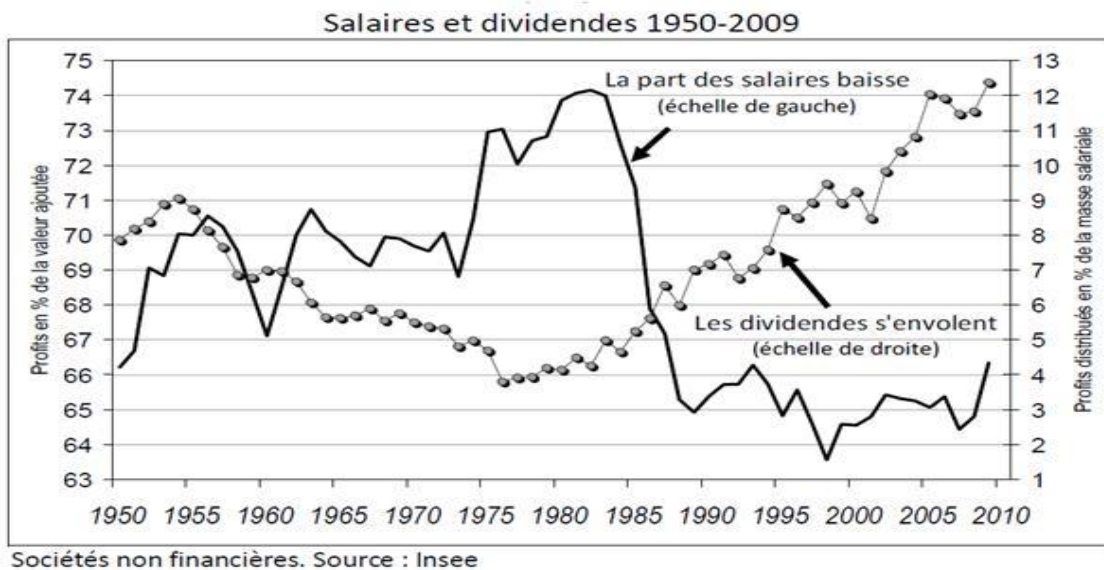
Source: <http://www.wikirouge.net/Financiarisation> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (09): مردودية المؤسسات المالية والمؤسسات غير المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1980 - 2006



Source: <http://www.wikirouge.net/Financiarisation> , consulté le: 20/11/2015

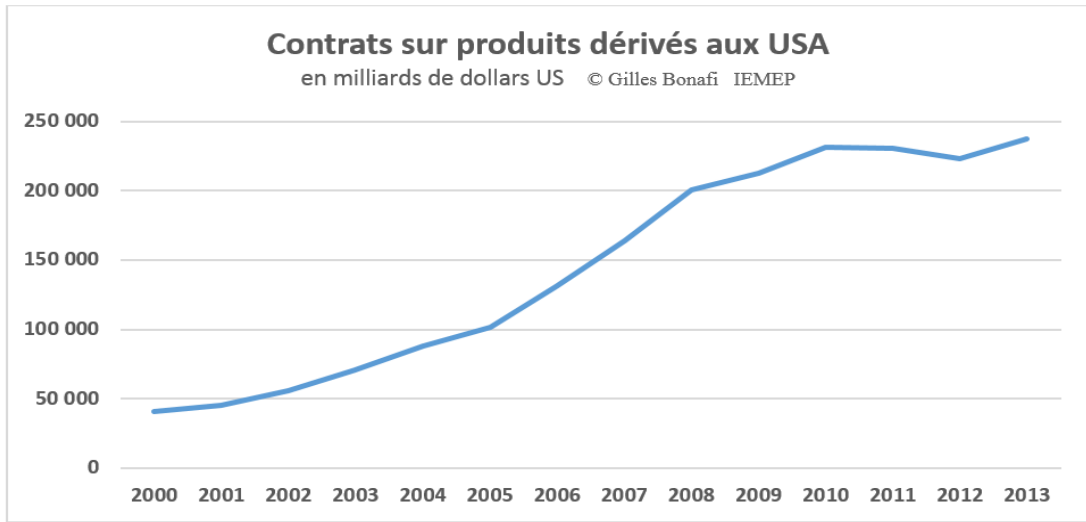
الملحق رقم (10): تطور كل من الأجور والأرباح على الأسهم خلال الفترة 1950 - 2009



Source: <http://www.denis-garnier.fr/2014/08/le-plus-gros-scandale-politique.html> , consulté

le: 20/11/2015

الملحق رقم (11): تطور العقود على المنتجات المشتقة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال
الفترة 2000 - 2013 (بالمليار دولار)

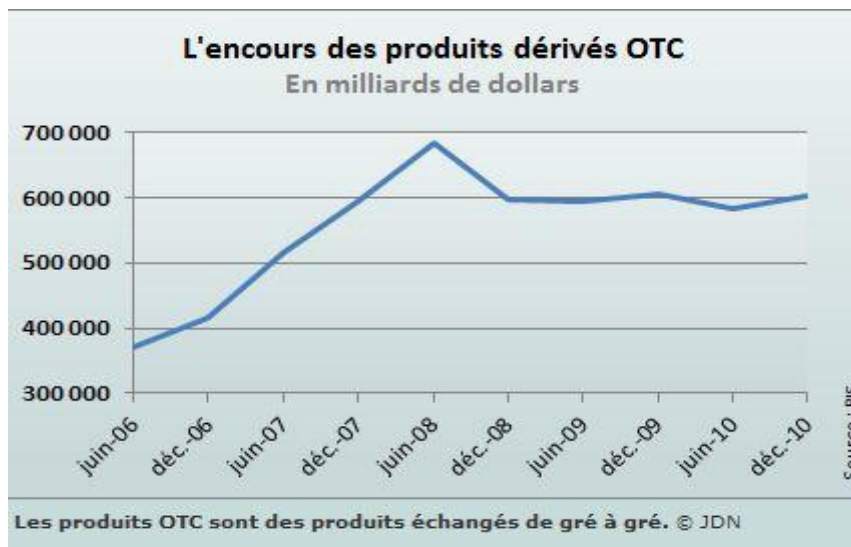


Data : Office of the Comptroller of the Currency (OCC - Trésor US)

Source: <http://www.mondialisation.ca/bale-iii-autopsie-dun-echec/5383784?print=1> ,

consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (12): تطور المنتجات المشتقة في الأسواق غير المنظمة خلال الفترة 2006 -
2010



Source: <https://olivierdemeulenaere.wordpress.com/2011/10/30/crise-rien-n-a-change/> ,

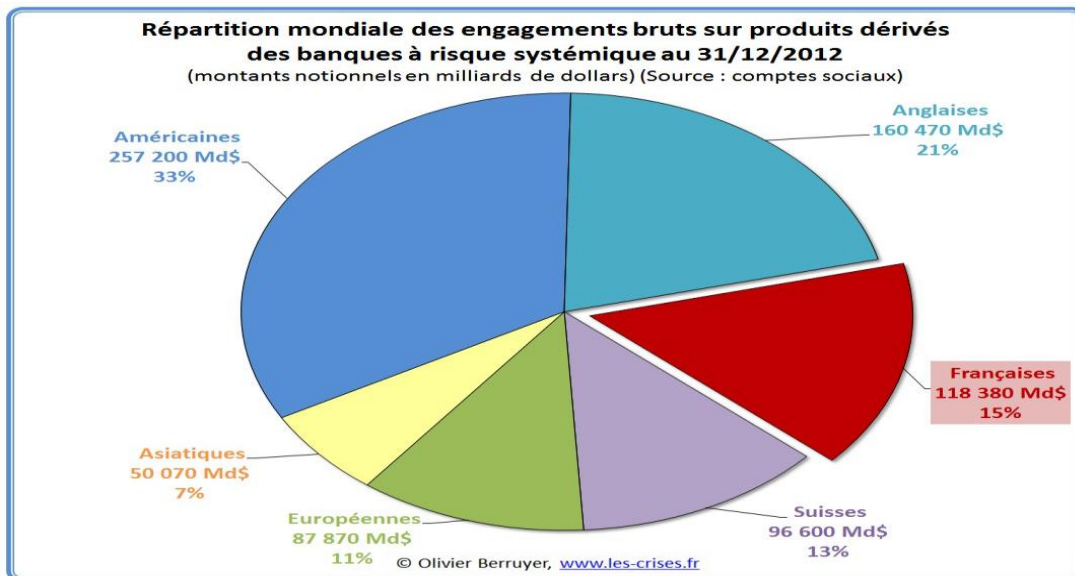
consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (13): تطور عدد المنتجات المشتقة المسعرة في العالم خلال الفترة 2008-2011



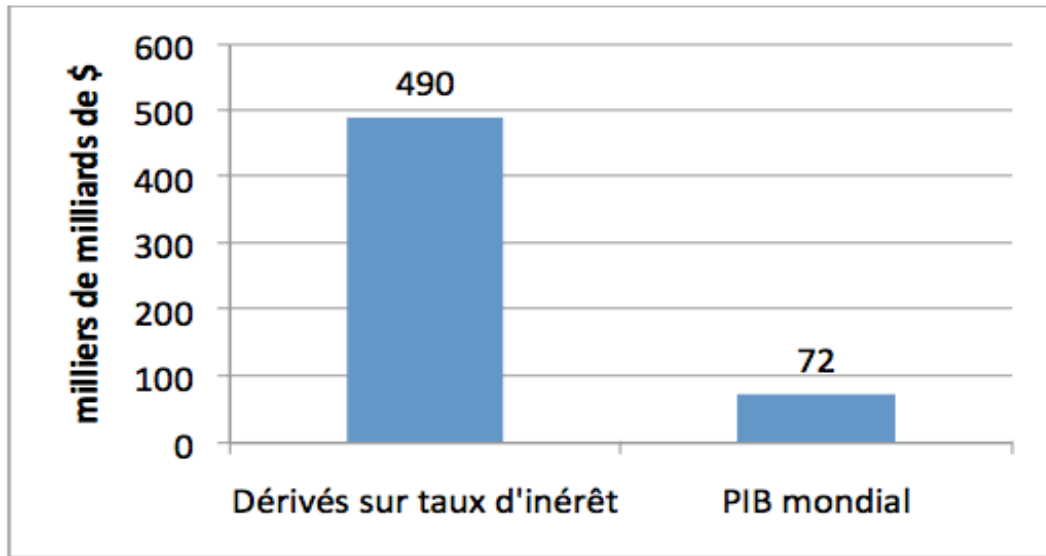
Source: <http://boursebinaire.fr/stock-pair-est-un-bon-site-de-trading-d-options.html> ,
consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (14): التوزيع العالمي للالتزامات على المشتقات المالية الخاصة بالبنوك ذات
الخطر النظامي في 2012/12/31



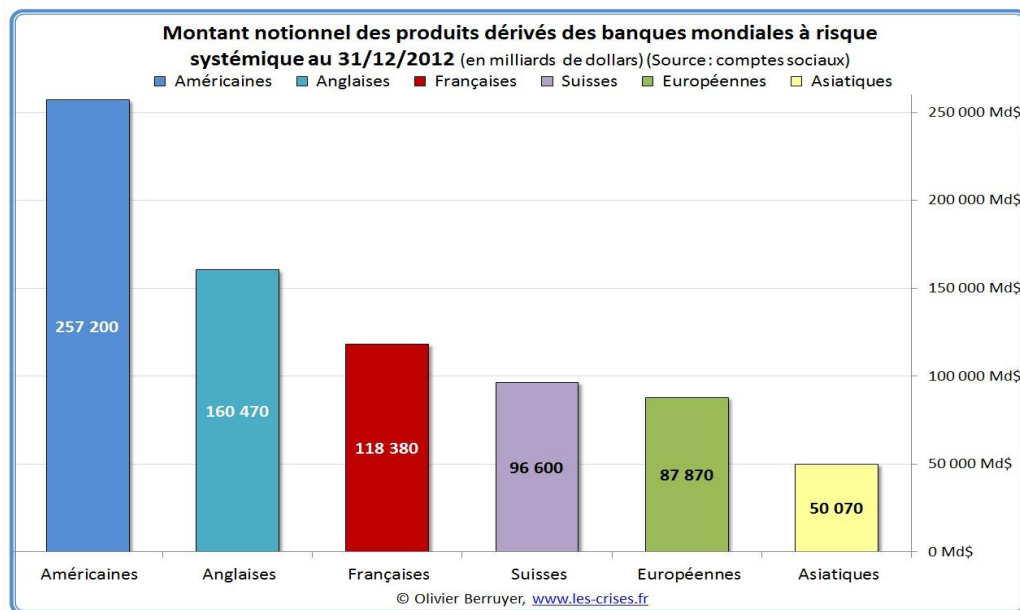
Source: <http://ledormeur.forumgratuit.org/t374-la-bulle-speculative-des-marches-de-produits-derives-prete-a-exploser> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (15): مقارنة المشتقات المالية على معدلات الفائدة بالإنتاج العالمي PIB سنة 2010



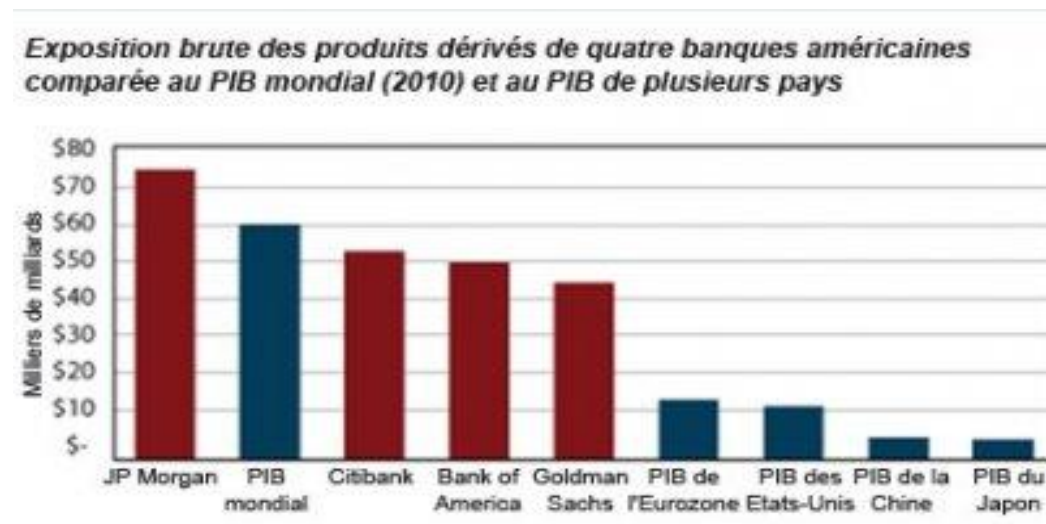
Source: <http://www.wiki-finance.info/derives-taux-interet.html> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (16): مبالغ المشتقات المالية الخاصة بالبنوك العالمية ذات الخطر النظامي في تاريخ 2012/12/31



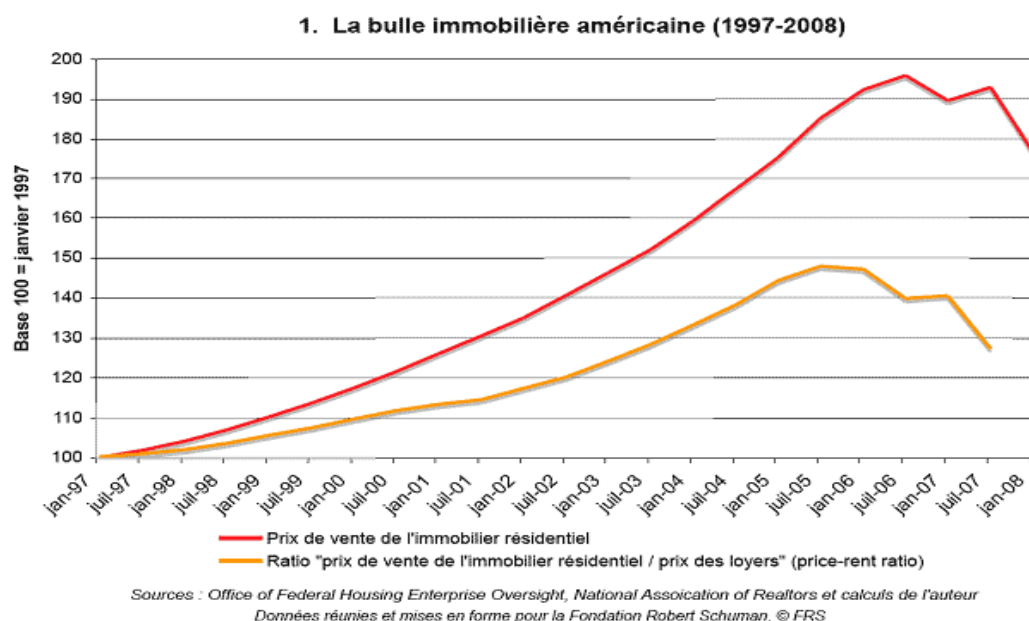
Source: <https://olivierdemeulenaere.wordpress.com/2013/06/08/risque-systemique-suite-engagements-bruts-sur-produits-derives-des-banques-a- risque/> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (17): مقارنة بين حجم المنتجات المشتقة لأربعة بنوك أمريكية بالنتائج الخام العالمي والنتائج الداخلي الخام لبعض الدول



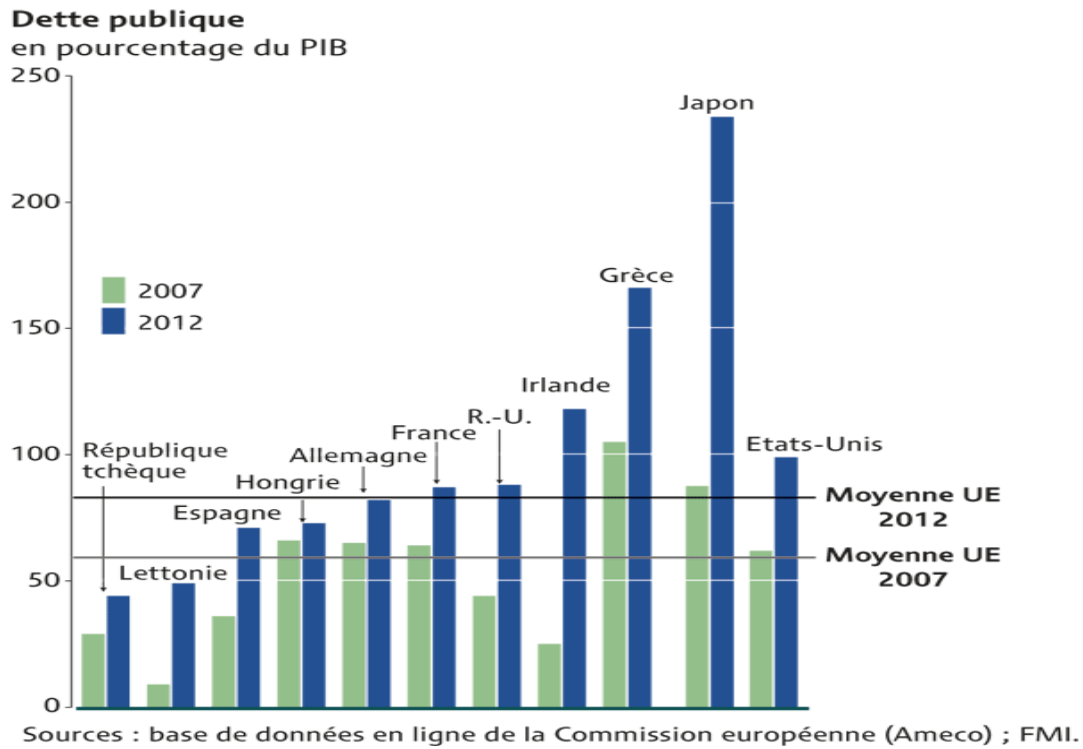
Source: <http://www.tribuforex.fr/forum/viewtopic.php?id=47053> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (18): الفقاعة العقارية الأمريكية خلال الفترة 1997 – 2008



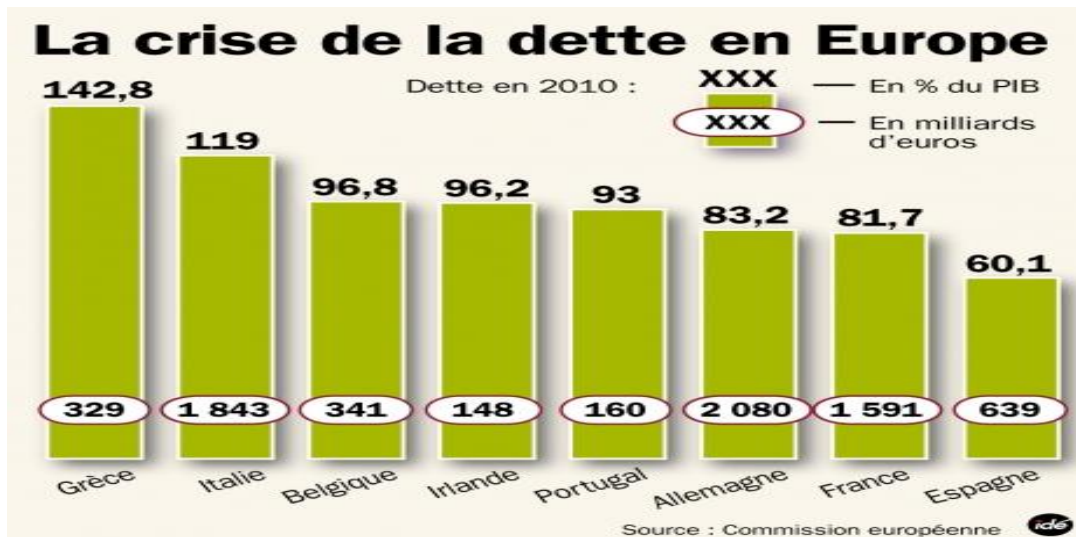
Source: <http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0089-l-europe-face-a-la-crise-financiere> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (19): الدين العمومي كنسبة مئوية من الناتج الداخلي الخام PIB للدول الأكثر
استدانة في العالم سنتي 2007 و 2012



Source: <https://www.monde-diplomatique.fr/cartes/crisedette> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (20): أزمة المديونية في أوروبا سنة 2010



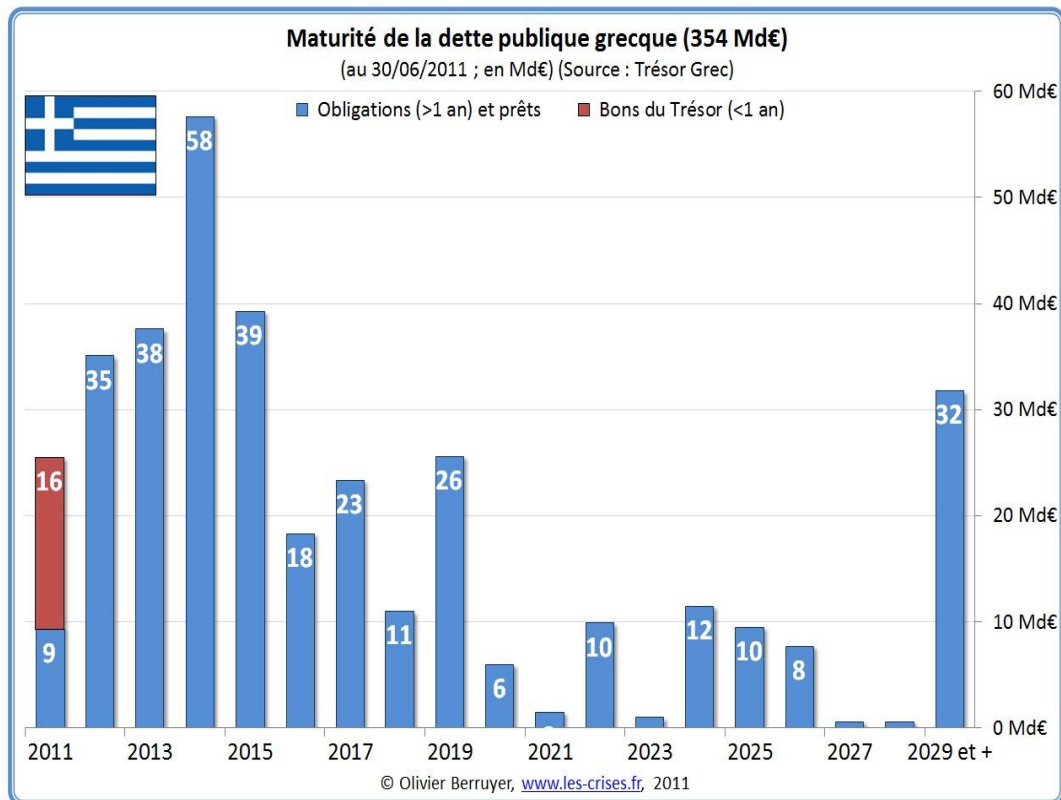
Source: <http://www.rtl.fr/actu/international/les-bourses-europeennes-en-forte-baisser-7702051530> , consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (21): مؤشر (المديونية/ PIB) لليونان سنة 2011



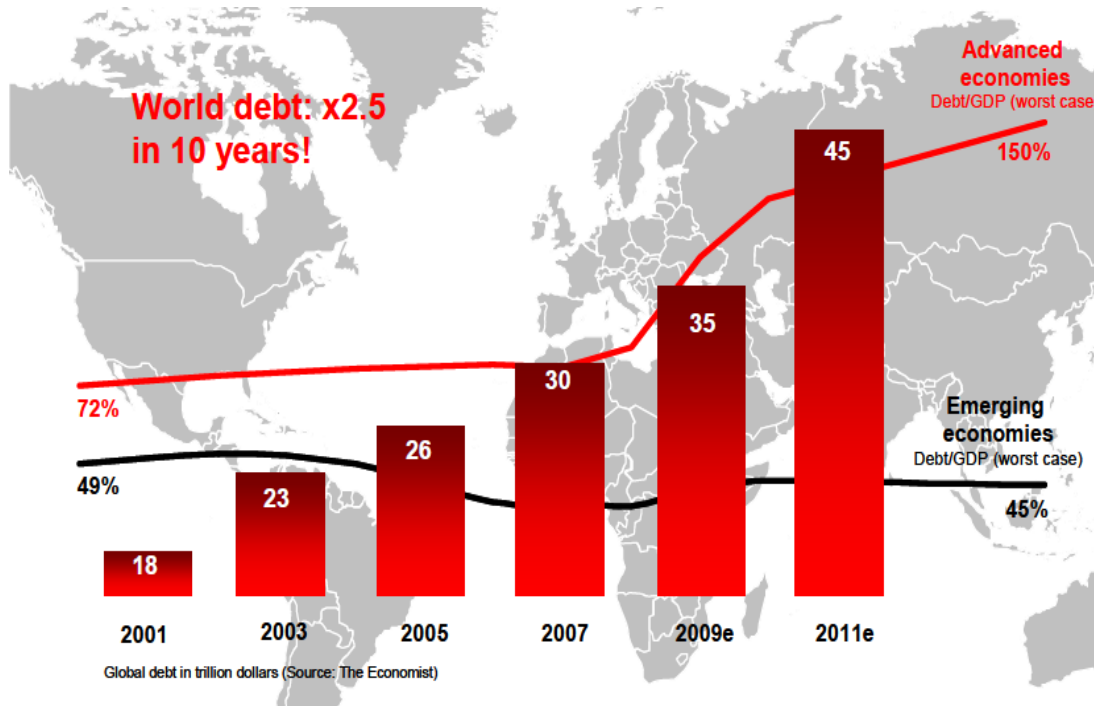
Source: <http://www.les-crises.fr/retour-sur-le-plan-grec/>, consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (22): آجال تسديد الدين العمومي اليوناني



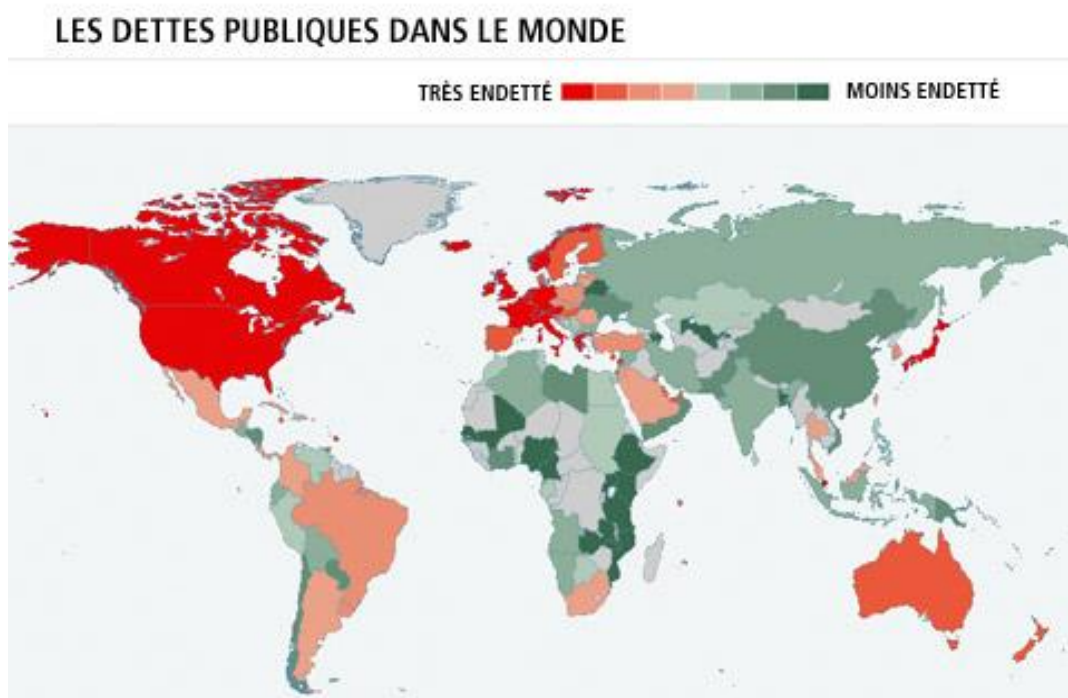
Source: <http://www.les-crises.fr/financement-dette-grecque/>, consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (23): تطور المديونية العالمية خلال 10 سنوات (2001 - 2010)



Source: <http://indigopreciousmetals.com/news/its-the-debt-stupid/> , consulté le: 20/11/2015

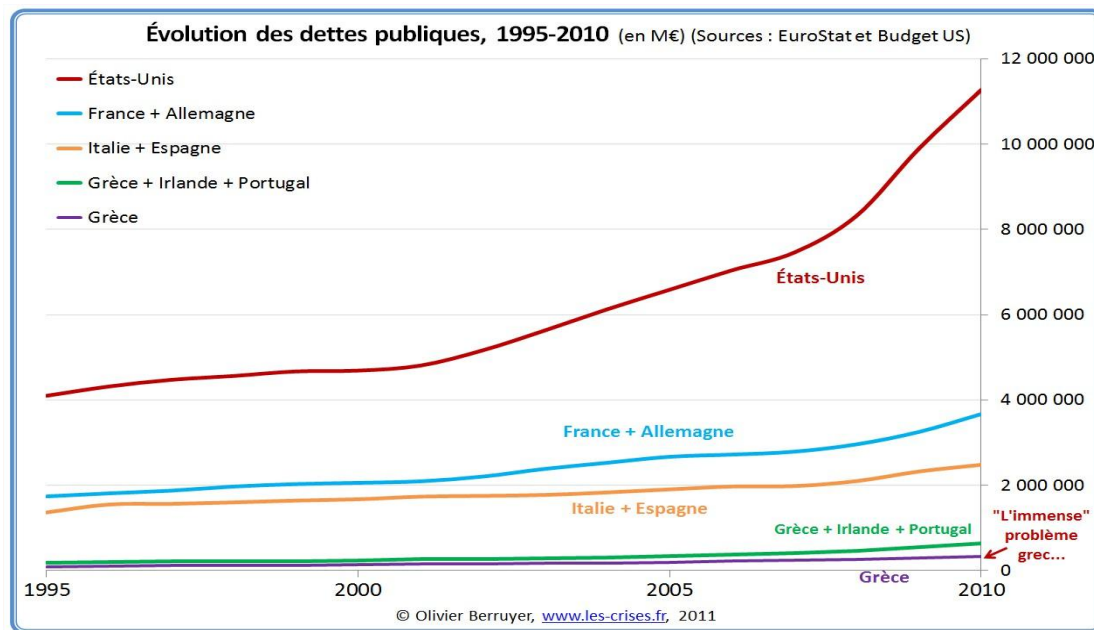
الملحق رقم (24): تصنيف دول العالم حسب درجة الاستدانة



Source: http://simonthorpesideas.blogspot.com/2013_04_01_archive.html , consulté le:

20/11/2015

الملحق رقم (25): تطور المديونية العمومية لبعض الدول الأكثر استدانة خلال الفترة 1995-2010



Source: <http://www.les-crises.fr/tout-va-tres-bien/>, consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (26): تطور الأصول المالية الإسلامية عالميا



Source: Zawya, IFIS, Bloomberg, KFHR

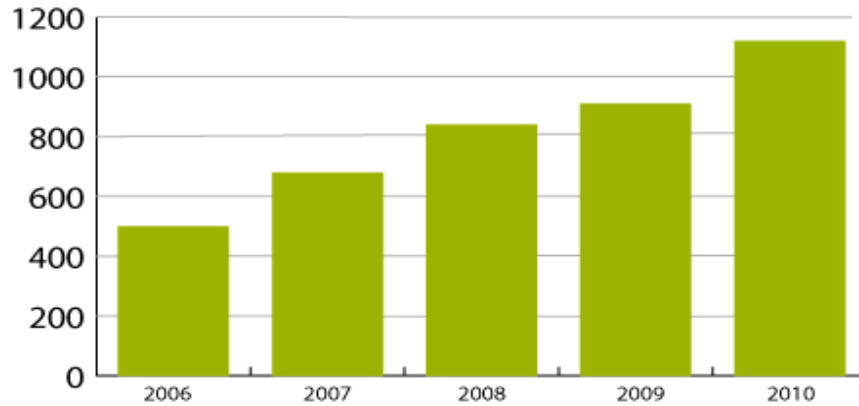
Source: http://giem.kantakji.com/article/details/ID/645#.VsiXg_nhDIU, consulté le:

20/11/2015

الملحق رقم (27): تطور مبالغ الأصول المالية الإسلامية ما بين 2006 و 2010 (بالمليار دولار)

EVOLUTION DE L'ENCOURS FINANCIER DES ACTIFS ISLAMIQUES ENTRE 2006 ET 2010

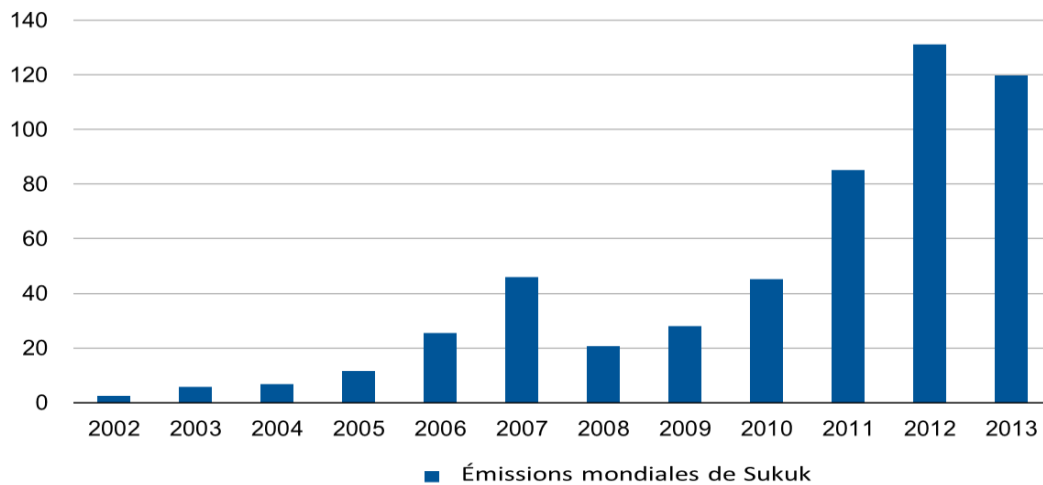
En Mds de dollars



Source : Ernest&Young, Les échos, Arte

Source: <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Finance-islamique/La-finance-islamique-dans-le-monde>, consulté le: 20/11/2015

الملحق رقم (28): تطور الإصدار العام للصكوك بالمليار دولار خلال الفترة 2002-2013



Source : Bloomberg LP, KFH Research

Source: <http://global.beyondbullsandbears.com/fr/2014/09/30/les-sukuk-une-classe-dactifs-qui-se-democratise/>, consulté le: 20/11/2015