

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR-ANNABA UNIVERSITY  
UNIVERSITE BADJI MOKHTAR-ANNABA



جامعة باجي مختار - عنابة

كلية: العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

إشكالية التحرير المالي والنمو الاقتصادي في البلدان النامية:  
حالة الاقتصاد الجزائري

الشعبة

نقد، بنك وتمويل

—

بن معزو محمد زكريا

مدير أطروحة التخرج: حمادة كمال      أستاذ محاضر "أ"      جامعة عنابة

أمام أعضاء اللجنة

نصيب رجم      أستاذ التعليم العالي      رئيسا      جامعة عنابة

حمادة كمال      أستاذ محاضر "أ"      مقررا      جامعة عنابة

بوعشة مبارك      أستاذ التعليم العالي      عضوا      جامعة قسنطينة

عايشي كمال      أستاذ التعليم العالي      عضوا      جامعة باتنة

سحنون محمد      أستاذ التعليم العالي      عضوا      جامعة قسنطينة

نايت مرزوق محمد العربي      أستاذ التعليم العالي      عضوا      جامعة عنابة

السنة الجامعية: 2015/2014

# المخلصات

## ملخص

شرعت الجزائر منذ التسعينات، على غرار نظيراتها من الدول النامية تحت رعاية من المؤسسات المالية الدولية، في تغيير النهج الاقتصادي والانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، في محاولة منها لجني منافع العولمة المالية كما يدعي الطرح الليبرالي.

يعنى هذا البحث بدراسة تأثير سياسة التحرير المالي التي انتهجتها الجزائر خاصة منذ إصدار القانون رقم (10/90) المتعلق بالنقد والقرض، على النمو الاقتصادي. هذا بتقدير نموذج تصحيح الخطأ من سلاسل زمنية سنوية تمتد على الفترة من 1970 إلى غاية 2010. توصلت الدراسة التجريبية الحالية إلى وجود علاقة سلبية معنوية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل، في حين كانت العلاقة بين التحرير التجاري والنمو الاقتصادي على المدى الطويل إيجابية وذات دلالة احصائية.

نهاية، توصلنا من خلال قراءتنا للأدبيات حول موضوع التحرير المالي، إلى أن البلدان النامية يمكنها جني ثمار العولمة المالية لكن مع شرط احترام العتبات الضرورية، من تنمية القطاع المالي، التحكم في التضخم وعجز الميزانية، تطوير المؤسسات والسيطرة على الفساد. من ناحية أخرى، هناك القليل من الأدلة الداعمة للإدعاءات القائلة بأن العولمة المالية في حد ذاتها تقود الدول النامية إلى أزمات نمو مكلفة.

**الكلمات المفتاحية:** التحرير المالي، الكبح المالي، الانفتاح التجاري، النمو الاقتصادي، الأزمات المالية، الاقتصاد الجزائري، برنامج التصحيح الهيكلي.

## **RESUME**

L'Algérie à l'instar des autres pays en développement, a commencé depuis le début des années 1990 sous l'égide des institutions financières internationales, la transition vers l'économie de marché, dans une tentative de récolter les bénéfices de la mondialisation financière comme le prétend la thèse libérale.

Cette étude se concentre sur l'analyse des effets en long terme des politiques de libéralisation financière suivies par les autorités algériennes, sur la croissance économique. Pour y parvenir, nous avons estimé le modèle à correction d'erreur à partir de séries temporelles annuelles couvrant la période 1970 à 2010. Les résultats de la présente étude empirique affirment la présence d'une relation négative et statistiquement significative entre la libéralisation financière et la croissance économique en Algérie à long terme, alors que la relation entre l'ouverture commerciale et la croissance économique à long terme est positive et statistiquement significative.

Enfin, à travers nos lectures de la littérature sur le sujet de la libéralisation financière, nous sommes venus à la conclusion que les pays en développement peuvent profiter des avantages de la mondialisation financière, mais en respectant certains seuils, tels que le développement du secteur financier, la maîtrise de l'inflation et du déficit budgétaire, le développement des institutions et la lutte contre la corruption. D'autre part, il y a peu de preuves qui affirment les revendications selon lesquelles la mondialisation financière en elle-même conduit vers des crises coûteuses de croissance.

**Mots clés:** Libéralisation Financière, Répression Financière, Ouverture Commerciale, Croissance Economique, Crises Financières, Economie Algérienne, Programme d'Ajustement Structurel.

## **ABSTRACT**

Algeria like other developing countries, began in the early 1990s under the auspices of the international financial institutions, the transition from a planned to a market economy, in an attempt to reap the benefits of the financial globalization as claimed by the liberal thesis.

This study focuses on the analysis of the effects of the long-term financial liberalization policies on economic growth in Algeria. To achieve this aim, we estimated the error correction model from annual time series covering the period from 1970 to 2010. The results of this empirical study affirm the presence of a negative and statistically significant relationship between financial liberalization and economic growth in Algeria in the long term, while the relationship between trade openness and economic growth in the long term was positive and statistically significant.

Finally, through our readings of the literature on the subject of financial liberalization, we came to the conclusion that developing countries can reap the benefits of financial globalization, but with respect of some thresholds, such as the development of the financial sector, the control of inflation and budget deficit, the development of institutions and the control of corruption. On the other hand, there is a little evidence which supports the claims that the financial globalization by itself leads to more costly growth crises.

**Keywords:** Financial Liberalization, Financial Repression, Trade Openness, Economic Growth, Financial Crises, Algerian Economy, Structural Adjustment Program.

الأهداء

# الاهداء

إلى ذكرى أجدادي رحمات ربي عليهم

إلى والدي الكريمين حفظهما الله

إلى أخواتي سارة؛ مها؛ عبير وإنصاف

بن معزو محمد زكريا

التشكرات

# التشكرات

أشكر الله سبحانه وتعالى الذي ألهمني الطموح وسدد خطاي.  
وأقدم بجزيل الشكر والعرفان للدكتور حمادة كمال الذي أشرف على  
هذا العمل ولم يبخل بجهد أو نصيحة وكان مثالا للعالم المتواضع. كما  
أشكر الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة: الأستاذ الدكتور نصيب رجم  
رئيسا؛ الأستاذ الدكتور بوعشة مبارك عضوا؛ الأستاذ الدكتور عايشي كمال  
عضوا؛ الأستاذ الدكتور سحنون محمد عضوا والأستاذ الدكتور نايت  
مرزوق محمد العربي عضوا على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة  
وصرفهم من وقتهم الثمين على قراءتها.

كما أتقدم بخالص شكري للأساتذة: الأستاذ الدكتور بن ديب رشيد؛  
الأستاذ الدكتور بن ثابت علي والدكتور عبد الله منصورى على توجيهاتهم  
الطبية بخصوص الدراسة التطبيقية؛ ولا يفوتني أن أتقدم بشكري للأخ  
الصديق فليغة أحمد شوقي على جهوده الطيبة في إخراج هذا العمل.

بن معزو محمد زكريا

# قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

الصفحة	المحتوى	الرقم
<b>الفصل الثاني</b>		
118	العلاقة النظرية بين التنمية المالية والنمو	1.2
143	القنوات التي تمكن التكامل المالي من رفع النمو الاقتصادي	2.2
148	الفرق بين وجهة النظر التقليدية والرؤية الجديدة للعلاقة بين الانفتاح المالي الدولي والنمو الاقتصادي	3.2
155	شروط الانتفاع من العولمة المالية	4.2
<b>الفصل الرابع</b>		
302	إستراتيجية مبسطة لإختبارات جذر الوحدة	1.4

# قائمة الرسوم البيانية

## قائمة الرسوم البيانية

الصفحة	المحتوى	الرقم
<b>الفصل الأول</b>		
34	تأثير سياسة الكبح المالي على الادخار والاستثمار	1.1
40	العلاقة بين العائد المتوقع للبنك وسعر الفائدة	2.1
<b>الفصل الثالث</b>		
168	حركة رأس المال وتزامن حدوث الأزمات المصرفية، 1800-2007	1.3
173	الأعباء المالية للأزمات المصرفية	2.3
187	تشكيلة تدفقات رؤوس الأموال الوافدة إلى كوريا الجنوبية، 1962-2003	3.3
188	أسعار الفائدة في كوريا الجنوبية، 1972-1995	4.3
<b>الفصل الرابع</b>		
256	نسبة خدمة الدين إلى إجمالي الصادرات في الجزائر، 1970-1985	1.4
279	صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحو الجزائر، 1980-2009	2.4
281	تشكيلة الصادرات الجزائرية، 1966-2007	3.4
282	صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نحو الجزائر: خارج المحروقات والقطاع المالي، 2003-2010	4.4
282	سهولة ممارسة الأعمال في الجزائر، 2011	5.4
284	القروض الموجهة للقطاع الخاص في الجزائر، 2000-2011	6.4
284	رسملة السوق المالي في الجزائر، 2011	7.4
285	العلاقة بين الفساد والاستثمار الأجنبي المباشر	8.4
286	مؤشر مدركات الفساد (الجزائر، المغرب، تونس، تركيا)، 2011-2013	9.4
331	سعر الفائدة الاسمي والتضخم في الجزائر، 1970-2010	10.4
332	سعر الفائدة الحقيقي في الجزائر، 1970-2010	11.4
333	العلاقة بين سعر برميل النفط والنمو الاقتصادي في الجزائر، 1970-2010	12.4

# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الرقم	المحتوى	الصفحة
<b>الفصل الأول</b>		
1.1	معايير تحديد أصناف التحرير المالي	58
2.1	الجوانب الجزئية والكلية من تنظيم الحیطة والحذر	69
<b>الفصل الثاني</b>		
1.2	ملخص للدراسات حول العلاقة بين التحرير المالي والنمو	129
<b>الفصل الثالث</b>		
1.3	ديون المصارف الأجنبية على المصارف الآسيوية (1995، 1996، 1997)	179
2.3	التسلسل الزمني لبرامج التحرير المالي الشامل في كوريا الجنوبية منذ سنوات الثمانينات	192
3.3	متوسط إنتاجية أكبر أربع مصارف كورية مقارنة بإنتاجية بعض المصارف في دول أخرى	198
<b>الفصل الرابع</b>		
1.4	حجم الاستثمارات في الجزائر، 1967-1979	246
2.4	تطور المديونية الخارجية وخدمة الدين في الجزائر، 1970-1979	255
3.4	أبرز المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري، 1999-2009	276
4.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة RPGDP	316
5.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة KAOPEN	317
6.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة FDI	318
7.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة TRADE	318
8.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة M2	319
9.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة INT	320
10.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة INF	321
11.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة EXC	321
12.4	نتائج اختبار ADF على السلسلة OIL	322
13.4	اختبار Johansen للتكامل المشترك (الأثر)	323
14.4	اختبار Johansen للتكامل المشترك (القيمة الذاتية القصوى)	324
15.4	اختبار Engel and Granger للتكامل المشترك	326
16.4	اختبار استقرار الحد العشوائي	326
17.4	نموذج تصحيح الخطأ	328

# قائمة الرموز

## قائمة الرموز

ADF : Augmented Dickey-Fuller  
AIEA : Agence Internationale de l'Energie Atomique  
AREAER : Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions  
BEA : Banque Extérieure d'Algérie  
BIRD : Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement  
BIS : Bank of International Settlements  
BNA : Banque Nationale d'Algérie  
BRIC : Brazil, Russia, India and China  
CEPAL : Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes  
CMC : Conseil de la Monnaie et de Crédit  
CPA : Crédit Populaire d'Algérie  
DF : Dickey-Fuller test  
DS : Differency Stationary  
DW : Durbin-Watson  
ECM : Error Correction Model  
ECU : European Currency Unit  
EEC : Entreprises Etatiques Chinoises  
EIA : Energy Information Administration  
FDI : Foreign Direct Investments  
GATT : General Agreement on Tariffs and Trade  
GDP : Gross Domestic Product  
GLS : Generalized Least Squares  
GMM : Generalized Method-of-Moments  
GNP : Gross National Product  
IDH : Indice de Développement Humain  
IPH : Indicateur de la Pauvreté Humaine  
IMF : International Monetary Fund  
LM : Lagrange Multiplier  
MENA : Middle East and North Africa  
NOEI : Nouvel Ordre Economique International

NPI : Nouveaux Pays Industriels  
OECD : Organization for Economic Co-operation and Development  
OLG : Overlapping Generations Model  
OLS : Ordinary Least Squares  
ONUUDI : Organisation des Nations Unies pour le Développement Industriel  
OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières  
OPEC : Organization of the Petroleum Exporting Countries  
PME : Petites et Moyennes Entreprises  
PNUS : Programme des Nations Unies pour le Développement  
PPP : Purchasing Power Parity  
PSCE : Programme de Soutien à la Croissance Economique  
SAFE : State Administration of Foreign Exchange  
SCE : Somme des Carrés Expliquée  
SRC : Système de Responsabilité Contractuelle  
TFP : Total Factor Productivity  
TS : Trend Stationary  
UN : United Nations  
UNCTAD : United Nations Conference on Trade and Development  
UNESCO : United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization  
VAR : Vector Autoregressiv Model  
WTO : World Trade Organization

# جدول المواد

## جدول المواد

المكونات	الصفحة
الملخص باللغة العربية .....	أ
الملخص باللغة الفرنسية .....	ب
الملخص باللغة الانجليزية .....	ت
الإهداء .....	ث
التشكرات .....	ج
قائمة الأشكال .....	ح
قائمة الرسوم البيانية .....	خ
قائمة الجداول .....	د
قائمة الرموز .....	ذ
جدول المواد .....	ز
المقدمة .....	01 إلى 09
الفصل الأول: التحرير المالي والنمو الاقتصادي: مدخل مفاهيمي .....	10
تمهيد .....	10
المبحث الأول: الأسس النظرية للنمو الاقتصادي .....	11
1. المفاهيم الأساسية .....	11
1.1. ماهية النمو الاقتصادي .....	11
1.1.1. قياس النمو الاقتصادي .....	12
2.1. ماهية التنمية الاقتصادية .....	14
1.2.1. السياق التاريخي لظهور مصطلح التنمية الاقتصادية .....	15
2. أبرز النظريات المفسرة للنمو الاقتصادي .....	22
1.2. النظرية الكلاسيكية في النمو الاقتصادي .....	22
2.2. نظرية (Schumpeter) في النمو الاقتصادي .....	23
3.2. النظرية النيوكلاسيكية في النمو الاقتصادي .....	24
4.2. نظرية النمو الداخلي .....	26
المبحث الثاني: الأسس النظرية للتحرير المالي .....	27
1. المفاهيم الأساسية .....	27

27	1.1. ماهية التحرير المالي
28	2.1. ماهية الكبح المالي
30	2. نظرية التحرير المالي: مقارنة نقدية
30	1.2. مقارنة McKinnon and Shaw: مدرسة الكبح المالي
37	2.2. الانتقادات الموجهة لمقاربة مدرسة الكبح المالي
38	1.2.2. عدم كفاءة أسواق الائتمان
41	2.2.2. مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة
43	3.2.2. الانتقادات الموجهة من قبل المدرسة البنوية الجديدة
50	<b>المبحث الثالث: التدرج والرقابة المالية كشرطين سابقين لعملية التحرير المالي</b>
52	1. التدرج في عملية التحرير المالي الشامل
55	1.1. التمييز بين التحرير المالي الداخلي والخارجي
55	1.1.1. التحرير المالي الداخلي
57	2.1.1. التحرير المالي الخارجي
61	2. الإصلاحات الضرورية والسياسات السابقة للتحرير المالي
61	1.2. الانفتاح المتسلسل للحساب الجاري وحساب رأس المال
63	2.2. الشروط اللازمة لتحرير منظم لحساب رأس المال
64	3. الرقابة والإشراف على النظام المالي
65	1.3. ماهية الرقابة المالية
66	2.3. دوافع وجود الضبط المالي
67	3.3. بنية الأنظمة الرقابية
71	<b>المبحث الرابع: ممارسات الضبط المالي والرقابة على رؤوس الأموال</b>
72	1. تنفيذ عملية الضبط المالي
72	1.1. دور الدولة في التنظيم المالي
78	2.1. فرض القيود على الأنشطة المصرفية
80	3.1. القيود المفروضة على دخول المصارف إلى السوق المحلية
82	4.1. التنظيم من خلال وضع نظام للتأمين على الودائع المصرفية
86	5.1. تنظيم متطلبات كفاية رأس المال
90	2. ممارسة الرقابة على رؤوس الأموال
93	1.2. الحد من تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل المتقلبة
95	2.2. حماية المدخرات المحلية

98.....	3.2. مرافقة برامج الاصلاحات الهيكلية
99.....	4.2. الحفاظ على استقلالية السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف
100.....	5.2. حماية الأسواق المالية الناشئة
102.....	6.2. الحفاظ على قاعدة ضريبية محلية
105 .....	<b>خلاصة الفصل</b>
106.....	<b>الفصل الثاني: العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي</b>
106 .....	<b>تمهيد</b>
107 .....	<b>المبحث الأول: التنمية المالية والنمو الاقتصادي</b>
107.....	1. التحليل النظري للعلاقة بين التنمية المالية والنمو
109.....	1.1. اكتساب للمعلومات الضرورية لأجل تخصيص أفضل للموارد
112 .....	2.1. تعبئة المدخرات
114 .....	3.1. مراقبة المسيرين
115 .....	4.1. تقليص المخاطر
117 .....	5.1. التخصص وتسهيل المبادلات
119 .....	2. التحليل التجريبي للعلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي
127.....	<b>المبحث الثاني: التحرير المالي والنمو: نظرة على الأدبيات التجريبية</b>
128.....	1. الدراسات الداعمة لفرضية وجود أثر إيجابي للتحرير المالي على النمو
132 .....	2. الدراسات المعارضة لفرضية وجود أثر إيجابي للتحرير المالي على النمو
136 .....	3. مؤشرات قياس التحرير المالي
136 .....	1.3. المؤشرات النوعية
136 .....	1.1.3. القيود المفروضة على حساب رأس المال
138.....	2.1.3. القيود المفروضة على السوق المالي
139 .....	2.3. المؤشرات الكمية
139 .....	1.2.3. القيود المفروضة على حساب رأس المال
140.....	2.2.3. القيود المفروضة على السوق المالي
141 .....	<b>المبحث الثالث: العلاقة بين التحرير المالي والنمو: رؤية جديدة</b>
143.....	1. المنافع المباشرة للانفتاح المالي الدولي
144 .....	1.1. تشجيع الاستثمار وخفض تكلفة رأس المال
145.....	2.1. تنويع المخاطر
146.....	3.1. تشجيع نقل الخبرات الادارية والتكنولوجية

146	2. المنافع غير المباشرة للانفتاح المالي الدولي
149	3. مساوئ الانفتاح المالي الدولي
149	1.3. الأزمات المالية
151	2.3. العدوى المصرفية
152	3.3. التهرب الضريبي وغسيل الأموال
153	4. مقارنة عتبات التنمية
156	<b>خلاصة الفصل</b>
157	<b>الفصل الثالث: انعكاسات سياسة التحرير المالي على البلدان النامية</b>
157	<b>تمهيد</b>
158	<b>المبحث الأول: الأزمات المصرفية كنتيجة للتحرير المالي</b>
158	1. ماهية الأزمة المصرفية
161	2. مسببات الأزمات المصرفية
162	1.2. الأسباب المتعلقة بالوضع الاقتصادي الكلي
163	1.1.2. العوامل الداخلية المحدثة للتقلبات الاقتصادية الكلية
164	2.1.2. العوامل الخارجية المحدثة للتقلبات الاقتصادية الكلية
165	2.2. أسباب التقلب المرتبطة بالهياكل المالية
165	1.2.2. عدم تكيف الإطار المؤسسي
166	2.2.2. نقص الاستعداد لمواجهة الانفتاح المالي على الخارج
168	3.2.2. تدخل الحكومة في النشاط المصرفي
169	3.2. الأسباب التي تتعلق بمدى كفاءة المسيرين
169	1.3.2. تركيز خطر الائتمان
170	2.3.2. سوء الإدارة
172	3. عواقب الأزمات المصرفية
175	4. تحديد العلاقة بين التحرير المالي والأزمات المصرفية
176	1.4. الإفراط في تحمل المخاطر من قبل المصارف
178	2.4. السلوك المضاربي للمصارف
	<b>المبحث الثاني: عرض لتجارب بعض الدول النامية في مجال التحرير المالي:</b>
181	<b>كوريا الجنوبية والصين</b>
181	1. التجربة الكورية الجنوبية في التحرير المالي

184	1.1. عرض للسياق السياسي والاقتصادي قبل فرض الضوابط على رؤوس الأموال
189	2.1. أهمية التمويل المحلي في النظام المالي الكوري الجنوبي السابق لعملية التحرير المالي
191	3.1. تجربة تحرير حساب رأس المال والقطاع المالي خلال سنوات التسعينات في كوريا الجنوبية
193	1.3.1. عرض للتجربة الكورية الجنوبية في مجال الضوابط المفروضة على رؤوس الأموال
196	2.3.1. الإصلاحات المتعلقة بالمؤسسات المالية البنكية وغير البنكية في كوريا الجنوبية
200	3.3.1. تحرير حساب رأس المال
203	4.1. تجربة إصلاح البيئة الاقتصادية الكلية وتعزيز قواعد الحیطة والحذر
203	1.4.1. إنشاء بيئة اقتصادية كلية مستقرة
205	2.4.1. تحسين شفافية المؤسسات المالية
207	3.4.1. إنشاء نظام لقواعد الحیطة
209	5.1. أسباب وتجليات الأزمة الكورية الجنوبية لسنة 1997
210	1.5.1. تجليات الأزمة
212	2.5.1. أسباب حدوث الأزمة
216	2. التجربة الصينية في الانفتاح المالي
217	1.2. المشهد الاقتصادي والمالي في الصين قبل الإصلاحات
218	2.2. عرض للإصلاحات التي تم اتخاذها في الصين بعد عام 1978
219	1.2.2. إصلاح المؤسسات الصينية التابعة للدولة
220	2.2.2. صعود القطاع الخاص
222	3.2.2. إصلاح السياسة الجبائية
223	4.2.2. إعادة الهيكلة المالية
227	5.2.2. الإصلاحات السياسية
229	3.2. تحليل أسباب نجاح التجربة الصينية
230	1.3.2. التدرج في رفع القيود المالية في الصين

235	.....	2.3.2. المفارقة الصينية
239	.....	4.2. مقارنة بين التجربتين الكورية الجنوبية والصينية
241	.....	خلاصة الفصل
		الفصل الرابع: دراسة قياسية لمحددات نمو الاقتصاد الجزائري في ظل الإصلاحات
242	.....	الاقتصادية
242	.....	تمهيد
243	.....	المبحث الأول: استراتيجيات التنمية في الجزائر خلال فترة المخططات
243	.....	1. الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1962-1979
243	.....	1.1. الإستراتيجية الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة 1962-1966
245	.....	2.1. الإستراتيجية الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة 1967-1979
245	.....	1.2.1. اتجاهات المخططات التنموية خلال سنوات 1970
248	.....	2. الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1980-1989
249	.....	1.2. المخطط الخماسي الأول 1980-1984
250	.....	2.2. المخطط الخماسي الثاني 1985-1989
252	.....	3.2. النتائج الاقتصادية لفترة الثمانينات
252	.....	1.3.2. إصلاح أدوات التأطير الاقتصادي
254	.....	2.3.2. إعادة هيكلة المؤسسات العمومية
255	.....	4.2. تطور المديونية الخارجية للجزائر خلال الفترة 1970-1989
257	.....	المبحث الثاني: مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق
259	.....	1. من التردد إلى العلاج بالصدمة
259	.....	1.1. اتفاق الاستعداد الائتماني الأول 1989
260	.....	2.1. التعديلات النقدية التي سبقت الاتفاق الثاني مع صندوق النقد الدولي ...
261	.....	1.2.1. أهم الأفكار التي أتى بها قانون النقد والقرض
		2.2.1. القوانين المنظمة لحركات رؤوس الأموال السابقة للاتفاق الثاني
264	.....	مع الصندوق
267	.....	3.2.1. الإصلاحات المصرفية في مجال الحيطة والحذر
268	.....	3.1. اتفاق الاستعداد الائتماني الثاني 1991
271	.....	4.1. اتفاق الاستعداد الائتماني الثالث 1994
272	.....	5.1. برنامج التصحيح الهيكلي 1995-1998
274	.....	1.5.1. تقييم نتائج برنامج التصحيح الهيكلي في الجزائر

6.1. البرامج التتموية في الجزائر منذ مطلع سنوات 2000:

- 275 ..... الوقائع والآفاق
- 286 ..... المبحث الثالث: النماذج والاختبارات القياسية المستخدمة في الدراسة
- 287 ..... 1. تحليل السلاسل الزمنية
- 288..... 1.1. إستقرار السلسلة الزمنية
- 289..... 2.1. دوال الإرتباط الذاتي البسيط والجزئي
- 290 ..... 3.1. إختبارات الخطأ الأبيض والاستقرار
- 291..... 4.1. إختبارات الإرتباط الذاتي
- 292 ..... 1.4.1. إختبار (Breusch-Godfrey)
- 293..... 5.1. إختبارات التوزيع الطبيعي
- 294..... 1.5.1. إختبارات الإلتواء والتفرطح
- 294..... 2.5.1. إختبار (Jarque and Bera)
- 295 ..... 6.1. إختبارات ثبات التباين
- 296 ..... 1.6.1. إختبار Breusch-Pagan (1979)
- 298..... 2. عدم الإستقرار وإختبارات جذر الوحدة
- 299..... 1.2. إختبار ديكي- فولر (Dickey-Fuller test (DF)
- 301 ..... 2.2. إختبار ديكي- فولر الموسع (ADF)
- 303..... 3. اختبارات التكامل المشترك
- 304..... 1.3. إختبار Engel and Granger للتكامل المشترك
- 305 ..... 2.3. إختبار Johansen للتكامل المشترك
- 306 ..... 1.2.3. إختبار الأثر (trace test)
- 307 ..... 2.2.3. إختبار القيمة الذاتية القصوى (maximum eigenvalue)
- 308 ..... 4. نموذج تصحيح الخطأ
- 309 ..... المبحث الرابع: الدراسة التطبيقية
- 310..... 1. المواصفات العامة للنموذج والتعريف بمتغيرات الدراسة
- 310..... 1.1. تحديد صيغة النموذج
- 311 ..... 2.1. التعريف بمتغيرات الدراسة
- 311 ..... 1.2.1. المتغير التابع
- 311..... 2.2.1. المتغيرات المستقلة
- 315..... 2. الاختبارات على السلاسل الزمنية

315.....	1.2. اختبار ديكي-فولر الموسع ADF على السلاسل الزمنية
316 .....	1.1.2. اختبار ADF على السلسلة RPGDP
316 .....	2.1.2. اختبار ADF على السلسلة KAOPEN
317 .....	3.1.2. اختبار ADF على السلسلة FDI
318 .....	4.1.2. اختبار ADF على السلسلة TRADE
319 .....	5.1.2. اختبار ADF على السلسلة M2
320.....	6.1.2. اختبار ADF على السلسلة INT
320.....	7.1.2. اختبار ADF على السلسلة INF
321 .....	8.1.2. اختبار ADF على السلسلة EXC
322.....	9.1.2. اختبار ADF على السلسلة OIL
323 .....	2.2. اختبارات التكامل المشترك على السلاسل الزمنية
323 .....	1.2.2. اختبار Johansen للتكامل المشترك على السلاسل الزمنية
	2.2.2. اختبار Engel and Granger للتكامل المشترك
325.....	على السلاسل الزمنية
327.....	3. تقدير نموذج تصحيح الخطأ من متغيرات الدراسة
328 .....	4. مناقشة النتائج واختبار فرضيات الدراسة
329.....	1.4. العلاقة بين التحرير المالي الرسمي KAOPEN والنمو الاقتصادي
330.....	2.4. العلاقة بين التحرير المالي الفعلي FDI والنمو الاقتصادي
330.....	3.4. العلاقة بين تحرير التجارة الخارجية TRADE والنمو الاقتصادي
330 .....	4.4. العلاقة بين التنمية المالية M2 والنمو الاقتصادي
331.....	5.4. العلاقة بين معدل الفائدة الاسمي INT والنمو الاقتصادي
331.....	6.4. العلاقة بين معدل التضخم INF والنمو الاقتصادي
332 .....	7.4. العلاقة بين سعر الصرف الدينار EXC والنمو الاقتصادي
333.....	8.4. العلاقة بين سعر البترول OIL والنمو الاقتصادي
334 .....	خلاصة الفصل
335 .....	الخاتمة
341 .....	المراجع
357.....	الملاحق

# المقدمة

## المقدمة

يحظى النظام المالي بأهمية محورية في عملية التنمية، ويتجلى ذلك في قدرته على تجميع الموارد المالية وتخصيصها نحو المشروعات ذات الانتاجية الأعلى. ويعتبر Schumpeter (1969) ; Goldsmith (1960) ; Gurley and Shaw (1960) من أوائل الاقتصاديين الذين تعرضوا لهذه المسألة.

بالنظر إلى أهمية النظام المالي والدور الحاسم الذي يشغله داخل الاقتصاد، نجد أن الحكومات وبخاصة في البلاد النامية، قد اهتمت بإحكام سيطرتها على المصارف بحكم تخلف أسواقها المالية، إذ اعتبرت المصارف قطاعا استراتيجيا. وقد تجسد ذلك في القيود المفروضة على النظام المصرفي، من الإبقاء على أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة، منح القروض للقطاعات التي ترى الحكومات أنها ذات أولوية، احتكار العمل المصرفي وغيرها من التدخلات. أدت هذه الحالة إلى هجرة رؤوس الأموال المحلية، كما أن السياسات النقدية التوسعية وضعف المصارف في مجال تعبئة الادخار المحلي قد زادت من عبئ المديونية الداخلية والخارجية لهذه البلدان؛ وأدت إلى عدم قدرة هذه الأخيرة على سداد مستحققاتها ودخولها في أزمة مديونية مع بداية الثمانينات.

أمام هذا الأمر، اتجهت العديد من البلدان النامية، وبتحفيز من المؤسسات المالية الدولية إلى إصلاح قطاعاتها المالية، وقد اعتمد هذا الإصلاح على نهج التحرير المالي. في الواقع، يقوم هذا التوجه على أفكار Shaw (1973) ; McKinnon (1973) اللذان اعتبرا أنه يمكن للقطاع المالي من أن يلعب دورا هاما في سير عملية النمو، إلا أن هذا الدور يبقى محدودا إذا كانت الحكومات تتدخل في الأسواق وتخصيص الائتمان وغيرها من التدخلات، وهو ما أطلق عليه المؤلفان تسمية الكبح المالي. وعليه، يقترح McKinnon and Shaw انتهاج سياسة التحرير المالي، كحل أمام البلاد النامية للتخلص من حالة الكبح المالي وتحقيق نمو اقتصادي مستقر. عموما، يتمثل

التحرير المالي في إلغاء كافة القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، ومنح المصارف والمؤسسات المالية مزيدا من الحريات، فضلا عن تحرير الأسعار وفتح مجال الاستثمار في القطاع المصرفي أمام القطاع الخاص المحلي والأجنبي.

على غرار البلدان النامية، تميز القطاع المالي في الجزائر بحالة من التدخل الحكومي منذ الاستقلال وحتى بداية سنوات التسعينات. حيث اعتبر النظام المصرفي الأداة الاستراتيجية في يد الحكومات المتعاقبة لتمويل المخططات التنموية. في الحقيقة، أدت هذه السياسة إلى تهميش المصارف والتقليل من دورها في ما يخص تعبئة الادخار وتخصيص الموارد. مع نهاية سنوات الثمانينات، وعلى إثر انخفاض أسعار المحروقات، وقعت الجزائر في أزمة مالية أرغمتها على اللجوء إلى مؤسسات بريتون وودز للحصول على التمويل، مقابل التزامها بتطبيق حزمة اصلاحات على رأسها تحرير القطاع المالي. إذ قامت الجزائر باصلاحات اقتصادية ومالية، فكان الاصلاح النقدي لعام 1986، ثم قانون تكييف الاصلاح في عام 1988، إلا أن أهم اصلاح في القطاع المالي الجزائري تمثل في القانون رقم (10/90) المتعلق بالنقد والقرض في أفريل من العام 1990، والذي هدف إلى تحرير القطاع المالي وتكييفه مع الأوضاع الاقتصادية الدولية التي تتجه بشكل متنامي نحو التكامل.

### مشكلة الدراسة

تهدف الدراسة الحالية إلى الاجابة على الأسئلة التالية:

- هل أن التحرير المالي يؤثر في النمو الاقتصادي للجزائر خلال الفترة الطويلة؟
- هل أن تحرير التجارة الخارجية يؤثر في النمو الاقتصادي للجزائر في الفترة الطويلة؟
- هل أن لتنمية القطاع المالي تأثير على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة الطويلة؟
- هل أن النمو الاقتصادي في الجزائر يتأثر بأسعار البترول على المدى الطويل؟

## فرضيات الدراسة

تتلخص فرضيات الدراسة في ما يلي:

### الفرضيات العدمية

H01: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.

H02: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تحرير التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.

H03: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنمية القطاع المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.

H04: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر البترول والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.

### الفرضيات البديلة

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.

H2: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تحرير التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.

H3: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنمية القطاع المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.

H4: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر البترول والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.

## أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الحالية إلى تقييم الإصلاحات المتمثلة أساسا في تحرير القطاع المصرفي والمالي في الجزائر منذ مطلع سنوات التسعينات ومدى تأثيرها على النمو، فضلا عن محاولة الخروج بجملة اقتراحات قد تسهم في توضيح مكانم الضعف في هذه الإصلاحات ومحاولة تقويمها.

## أهمية الدراسة

تتجلى أهمية الموضوع في الجدل الذي لا يزال قائما حول مدى تأثير العولمة المالية وتحرير أسواق المال على النمو في البلاد النامية، ومدى تأثير هذه السياسات التحريرية في تحسين مستوى معيشة الأفراد. تتمثل مساهمة الدراسة الحالية في محاولة تغطية القصور الذي واجهته الدراسات السابقة حول الموضوع (بالنسبة للاقتصاد الجزائري)، إذ عمدت إلى استخدام نوعين من المؤشرات لرصد درجة التحرير المالي: أحدهما لقياس التحرير الرسمي (*de jure*) والآخر لقياس التحرير الفعلي (*de facto*)، وهذا للتأكد من حقيقة العلاقة المحتملة بين التحرير المالي والنمو في الجزائر.

## حدود الدراسة

يقتصر هذا البحث على تقييم أداء الاقتصاد الجزائري باعتماد النمو كمؤشر لذلك، وهذا قبل وبعد الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها البلاد منذ سنوات التسعينات. يتم هذا التقييم على طول الفترة الزمنية الممتدة من سنة 1970 إلى غاية 2010، والتي تمثل فترتين للدراسة قبل وبعد تطبيق القانون رقم (10/90) المتعلق بالنقد والقرض.

## متغيرات الدراسة

تم تحديد متغيرات الدراسة وتقسيمها كالآتي:

### المتغير التابع

- النمو الاقتصادي، وتم التعبير عنه كما جرت العادة في الدراسات التجريبية باعتماد حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي.

### المتغيرات المستقلة

- التحرير المالي الرسمي، وتم التعبير عنه باعتماد مؤشر التحرير المالي (KAOPEN).
- التحرير المالي الفعلي، وتم التعبير عنه بنسبة التدفقات الواردة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى إجمالي الناتج المحلي.
- الانفتاح التجاري، وتم التعبير عنه بنسبة إجمالي الصادرات والواردات إلى إجمالي الناتج المحلي.
- تنمية القطاع المالي، وتم التعبير عنها بنسبة المجمع النقدي (M2) إلى إجمالي الناتج المحلي.
- سعر الفائدة السنوي.
- معدل التضخم السنوي.
- سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.
- السعر السنوي لبرميل النفط الخام.

## الدراسات السابقة

في هذا السياق، حاولت العديد من الدراسات التجريبية الاحاطة بالعلاقة المحتملة بين التحرير المالي والنمو في الجزائر. يمكن أن نذكر في هذا الصدد أهم المساهمات في هذا المجال والتي تم انجازها من قبل:

دراسة<sup>1</sup> (2007) Boumghar: قام الباحث باختبار تجريبي للعلاقة المحتملة بين التحرير المالي وادخار الأسر في الجزائر خلال الفترة بين عامي 1970-2006. وقد خلص المؤلف إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين التحرير المالي وادخار الأسر خلال فترة الدراسة، حيث أن زيادة في درجة التحرير المالي بوحدة واحدة تؤدي إلى تراجع في ادخار الأسر بمقدار (10.31) وحدة.

دراسة بن بوزيان وغربي (2009)<sup>2</sup>: أجرى الباحثان دراسة تجريبية حول أثر تحرير أسعار الفائدة على حجم الادخار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2004، وقد خلص الباحثان إلى أن التحسن الذي حصل في حجم الادخار لا يعود إلى تحرير أسعار الفائدة وإنما لعوامل أخرى. بعبارة أخرى، لم يجد الباحثان أثرا لسياسة التحرير المالي على حجم الادخار في الجزائر خلال فترة الدراسة.

دراسة<sup>3</sup> (2011) Benhabib et Zenasni: أجرى الباحثان دراسة تجريبية لرصد العلاقة بين تأثيرات تحرير النظام المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة بين عامي 1970 و 2007، وقد خلصت الدراسة إلى أن التحرير المالي يسهم في تعزيز النمو وتعميق النظام المصرفي في

<sup>1</sup> Boumghar, M. Y. (2007). Libéralisation financière et épargne des ménages : quel(s) liens(s) ?, 11<sup>èmes</sup> rencontres euro-méditerranéennes, Nice, 15-16 Novembre.

<sup>2</sup> بن بوزيان، محمد؛ وغربي، ناصر صلاح الدين. (2009). أثر تحرير أسعار الفائدة على حجم الادخار: دراسة قياسية لحالة الجزائر، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي.

<sup>3</sup> Benhabib, A., et Zenasni, S. (2011). Les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique : analyse empirique sur le cas algérien, Deuxième colloque international sur : La bonne performance des organisations et des gouvernements : Deuxième édition: La croissance des entreprises et des économies entre la réalisation de la performance financière et les défis de la performance environnementale, organisé les 22 et 23 Novembre.

الجزائر. حيث أن زيادة في درجة التحرير المالي بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة في إجمالي الناتج المحلي بنسبة 0.285% .

دراسة<sup>1</sup> **Bouzar et Ammour (2011)**: هدف الباحثان إلى دراسة مستوى استفادة الأفراد من الخدمات المصرفية في إطار سياسة التحرير المالي التي شرعت الجزائر في تنفيذها منذ سنة 1990. وقد خلص الباحثان إلى أن الأفراد لم يستفيدوا من الخدمات المصرفية المتوقعة على الرغم من الجهود المبذولة من قبل الحكومة في هذا الشأن، وقد أوصى المؤلفان بضرورة الاهتمام بإصلاح النظام المصرفي وتطوير نوعية الأدوات التي يعتمد عليها في تعبئة المدخرات.

### منهج وأدوات الدراسة

في إطار هذا العمل ولأجل تحقيق الأهداف المسطرة، تم اعتماد المنهج الوصفي. لأن الدراسة الحالية تقدم وصفا لخصائص الاقتصاد الجزائري، فضلا عن التحليل الذي يحاول الخروج بأفضل علاقة ممكنة (من وجهة نظر اقتصادية قياسية) بين النمو الاقتصادي وأبرز محدداته، وبخاصة التحرير المالي في الجزائر.

تتعلق هذه الدراسة من اختبارات السكون (stationarity) للسلاسل الزمنية التي يفترض أن تفسر سلوك ظاهري النمو الاقتصادي والتحرير المالي، ذلك باعتماد نظرية التكامل المشترك (cointegration) من وجهة نظر Engel and Granger، والتي تمكن من معرفة إمكانية وجود علاقة وحيدة أو مجموعة من العلاقات على المدى الطويل بين متغيرات الدراسة. في الواقع، اقترح Engel and Granger (1987) إمكانية تحديد علاقات التكامل المشترك داخل نظام ما عبر طريقة تتكون من خطوتين: في الأولى، يتم تقدير دالة الانحدار للمتغيرات المبدئية باعتماد طريقة المربعات الصغرى العادية؛ ثم النظر في خطوة ثانية في ما إذا كانت بواقي هذا الانحدار مستقرة.

<sup>1</sup> Bouzar, C., et Ammour, B. (2011). La bancarisation dans le contexte de libéralisation financière en Algérie, CREAD, n° 95, 53-78.

بالنسبة لاختبار التكامل المشترك بين سلاسل متكاملة من الرتبة الأولى\*، يتم تقدير انحدار على المدى الطويل باستخدام البيانات الأصلية للمتغيرات وفقا لطريقة المربعات الصغرى العادية، ثم يتم تطبيق اختبارات جذور الوحدة على البواقي المقدره لهذا الانحدار. إذا كانت البواقي متكاملة من الرتبة صفر\*\*، يتم تقدير العلاقة على المدى القصير أو نموذج تصحيح الخطأ الذي يسمح بنمذجة التصحيحات التي تؤدي إلى حالة من التوازن على المدى الطويل. في الواقع، هو نموذج حركي يدمج في الوقت ذاته تطورات المتغيرات على المديين القصير والطويل.

ينطلق التحليل في هذه الدراسة من تقدير نموذج عام يضم كافة المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في سلوك ظاهرة النمو الاقتصادي، ثم يتم القيام تدريجيا باستبعاد المتغيرات التي تكون معنويتها الاحصائية ضعيفة إلى غاية الوصول للنموذج الأكثر موثوقية. سوف يتم التحليل الاقتصادي القياسي وعرض الرسوم البيانية باستخدام برمجية EViews 7.1. تم الحصول على البيانات المستخدمة في الدراسة من مواقع انترنت متعددة هي: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، البنك الدولي، موقع الباحثين (Chinn and Ito)، إدارة معلومات الطاقة.

## تقسيمات البحث

ينقسم هذا البحث إلى أربعة فصول رئيسية، خصص الفصل الأول إلى التعريف بالمفاهيم الأساسية المستخدمة في البحث، كالنمو الاقتصادي، التحرير المالي والكبح المالي، فضلا عن التعرض إلى نظرية التحرير المالي بالتحليل والنقد. أما الفصل الثاني، فقد خصص لدراسة العلاقة التجريبية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي، وتقديم الشروط التي يجب أن تسبق عملية التحرير المالي حتى تتمكن البلدان النامية من جني منافع العولمة المالية وتخفيض تكاليفها؛ أما الفصل الثالث فقد تم تخصيصه لدراسة انعكاسات سياسة التحرير المالي على البلدان النامية، من خلال

---

\* التكامل من الرتبة الأولى يعني أن المتغير لا يكون مستقرا في صورته الأصلية، ولكنه يصبح كذلك بعد الحصول على الفروق الأولى.  
\*\* التكامل من الرتبة صفر يعني أن المتغير يكون مستقرا في صورته الأصلية.

تحليل للأزمات التي شهدتها العديد منها منذ نهاية سنوات التسعينات، فضلا عن عرض لتجربتي كوريا والصين في مجال التحرير المالي، في محاولة لاستخلاص الدروس والاستفادة منها. نهاية، تم تخصيص الفصل الرابع لدراسة أثر سياسة التحرير المالي في الجزائر على النمو الاقتصادي، من خلال دراسة قياسية حاولت رصد العلاقة بين هذين المتغيرين خلال الفترة الممتدة بين عامي 1970 و 2010.

# الفصل الأول: التحرير المالي والنمو الاقتصادي: مدخل مفاهيمي

المبحث الأول: الأسس النظرية للنمو الاقتصادي

المبحث الثاني: الأسس النظرية للتحرير المالي

المبحث الثالث: التدرج والرقابة المالية كشرطين سابقين لعملية التحرير  
المالي

المبحث الرابع: ممارسات الضبط المالي والرقابة على رؤوس الأموال

## الفصل الأول: التحرير المالي والنمو الاقتصادي: مدخل مفاهيمي

### تمهيد

منذ منتصف الثمانينات، أخذت المؤسسات المالية الدولية ممثلة في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بتشجيع البلدان النامية على تبني نهج التحرير المالي. تاريخياً، يعود مفهوم التحرير المالي إلى بدايات السبعينات، عندما قدم كل من McKinnon and Shaw في عام 1973 أطروحتيهما اللتان انتقدا فيهما حالة الكبح المالي التي تعيشها البلاد النامية، كما قدما التحرير المالي كحل بديل لأجل تحقيق نمو اقتصادي مستدام. تتلخص وجهة نظرهما في أن عملية التحرير المالي يمكن أن تحفز تراكم الادخار، وبالتالي الرفع من حجم الاستثمارات والنمو الاقتصادي. في الواقع، وكاستجابة لهاتين الدراستين؛ كانت حركة كبيرة نحو التحرير المالي مست جميع دول العالم تقريباً. نتيجة لذلك، انتقلت تدفقات رؤوس الأموال الدولية بين عام 1970 و 2000، من 3% إلى 17% من إجمالي الناتج المحلي في البلدان المتقدمة وإلى 5% في البلدان النامية (Huang et al, 2000)<sup>1</sup>. وبالمثل، كانت البلدان الناشئة في أمريكا اللاتينية وجنوب شرق آسيا من أكبر المستفيدين من التحرير المالي، لأنها استوعبت ما يقرب من 75% من إجمالي التدفقات نحو البلدان النامية (López-Mejía, 1999)<sup>2</sup>. يهدف هذا الفصل إلى التعريف بالمفاهيم الأساسية في الدراسة، والتي تمثلت في النمو والتحرير المالي، ثم إلى تسليط الضوء على الأسس النظرية المنادية بالتحرير المالي وتقديم وجهة النظر المعارضة؛ وصولاً إلى عرض الشروط الضرورية التي يجب أن تسبق عملية التحرير المالي.

<sup>1</sup> Huang, H. et Wajid, S. K. (2002). La stabilité du système financier international, Finances et Développement, Vol. 39, n° 3, p. 13.

<sup>2</sup> López-Mejía, M. A. (1999). Flux massifs de capitaux, Leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer, Finances et Développement, Vol. 36, n° 1, p. 28.

## المبحث الأول: الأسس النظرية للنمو الاقتصادي

عادة ما يتم الخلط بين النمو والتنمية، وذلك بسبب التداخل الوثيق لهذين المفهومين. وعليه، سنقوم من خلال هذا المبحث بتعريف كل مفهوم، وتقديم المقاييس المعتمدة لقياسه مع التركيز على النمو الاقتصادي خدمة لأغراض البحث الحالي؛ فضلا عن تقديم أبرز النظريات المفسرة للنمو.

### 1. المفاهيم الأساسية

سنعمد في هذه الفقرة إلى تقديم تعاريف متعددة لكل من النمو والتنمية، حتى يتم التمييز الدقيق بين المفهومين.

#### 1.1. ماهية النمو الاقتصادي

استخدم الاقتصاديون مصطلح النمو (growth) تقليديا لوصف الزيادة في الانتاج على المدى الطويل. وفقا لـ (Perroux (1990)، النمو الاقتصادي هو:

« *l'augmentation soutenue pendant une ou plusieurs périodes longues d'un indicateur de dimension, pour une nation, le produit global net en termes réels* »<sup>1</sup>.

وفقا لهذا التعريف، فإن النمو الاقتصادي (economic growth) يتمثل في الزيادة المستمرة

خلال فترة أو عدة فترات طويلة لمؤشر مثل صافي إجمالي الناتج الحقيقي. أما (Kuznets (1973 فعرفه على النحو التالي:

« *A country's economic growth may be defined as a long-term rise in capacity to supply increasingly diverse economic goods to its population, this growing capacity based on advancing technology and the institutional and ideological adjustments that it demands* »<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> François, P. (1990). Dictionnaire économique et social, Hatier, Paris.

<sup>2</sup> Kuznets, S. (1973). Modern economic growth : Findings and reflections, The American Economic Review, Vol. 63, n° 3, p. 247.

يتضح من التعريف السابق أن النمو الاقتصادي عبارة عن الزيادة طويلة الأجل في قدرة البلد على توفير السلع الاقتصادية المتنوعة لسكانه، تتوقف هذه القدرة المتنامية على التقدم التكنولوجي والتعديلات المؤسسية والأيدولوجية التي تتطلبها.

يعرفه (1999) Arrous على النحو التالي:

« *La croissance économique est généralement définie par l'augmentation continue de la quantité de biens et de services produits par habitant d'un espace économique donné* »<sup>1</sup>.

يتضح من التعريف السابق، أن النمو الاقتصادي يعرف على أنه الزيادة المستمرة في كمية السلع والخدمات المنتجة من قبل الفرد في محيط اقتصادي معين.

على المدى القصير، يستخدم الاقتصاديون مصطلح التوسع (expansion)، الذي هو حالة منافية لوضعية الركود (récession)، ويشير إلى مرحلة نمو في الدورة الاقتصادية. بالمعنى الدقيق للكلمة، يصف النمو عملية الزيادة في الإنتاج الاقتصادي وحده. إذن فهو لا يشير مباشرة إلى مجموع التحولات الاقتصادية والاجتماعية الخاصة باقتصاد في حالة تنمية. توصف هذه التحولات بالتنمية الاقتصادية (economic development). وفقا لفرانسوا بيرو، التنمية عبارة عن مزيج من التغيرات الفكرية والاجتماعية لمجتمع سكاني والتي تجعله قادرا على جعل ناتجه الاجمالي الحقيقي ينمو بشكل تراكمي ودائم.

### 1.1.1. قياس النمو الاقتصادي

عادة ما يتم قياس النمو الاقتصادي عن طريق استخدام مؤشرات اقتصادية، ولعل أكثرها شيوعا هو إجمالي الناتج المحلي (GDP) Gross Domestic Product، فهو يوفر مقياسا كميا لحجم

<sup>1</sup> Arrous, J. (1999). Les théories de la croissance, Seuil, Paris, p. 9.

الإنتاج. لغرض إجراء مقارنات دولية، نستخدم صيغة تعادل القوة الشرائية\* Purchasing Power Parity (PPP) ، والتي تسمح بالتعبير عن القوة الشرائية بعملة مرجعية.

ومع ذلك، فإن مؤشر إجمالي الناتج المحلي يبقى غير كامل كمقياس للنمو الاقتصادي. وعليه، فقد واجه العديد من الانتقادات، إذ لا يمكنه أن يقيس الاقتصاد غير الرسمي أو يمكنه ذلك ولكن بشكل سيء. إنه لا يقيس سوى المساهمة الفورية للقيمة المضافة (خلال سنة). أما الآثار طويلة الأجل، لا سيما في مجال الخدمات مثل التعليم أو الصحة، فلا تحتسب بشكل جيد من خلال تأثيرها على الإنتاج.

لا يقيس GDP سوى القيمة المضافة التي ينتجها الأعوان الاقتصاديون المقيمون. وعليه، فإنه لا يأخذ في عين الاعتبار تحويلات الموارد الدولية، في حين أن هذه الأخيرة غالبا ما تمثل نسبة معتبرة من الثروة الوطنية. من الممكن استخدام أداة أكثر ملائمة مثل إجمالي الناتج الوطني Gross National Product (GNP) . لكنه كذلك، لا يأخذ بعين الاعتبار سوى القيم المضافة، وليس الثروة التي يمتلكها البلد، دون التمييز بين الآثار الإيجابية أو السلبية على الرفاه الاجتماعي. فمثلا، كارثة طبيعية (اعصار كاترينا الذي دمر مدينة نيو أورلينز، على سبيل المثال) التي تدمر الثروة، ومع ذلك تسهم في GDP من خلال نشاط إعادة الاعمار الذي سوف تولده . هذه المساهمة لا تعكس عملية التدمير السابقة، ولا تكلفة تمويل إعادة الاعمار.

هذا التناقض أو المفارقة الواضحة ربما ترجع إلى أن GDP لا يقيس فعلا التنمية، والتقدم في حد ذاته، لكن فقط النشاط الاقتصادي الذي يخلق مناصب شغل. بغض النظر عن ما إذا كان هناك تقدم للمجتمع في المطلق، والحقيقة هي أن أي زيادة في القيمة المضافة تعني في نهاية

\* نظرية وضعها غوستاف كاسل في عام 1920 وهي طريقة تستخدم في المدى الطويل لقياس التوازن بسعر الصرف بين عملتين وتحقيق المساواة بين العملات.

المطاف وظائف ودخول بالنسبة لأولئك الذين ساهموا في خلقها. من هنا، نفترض أن خلق الثروة يأتي من ديناميكية الزيادة في الإنتاج.

في معناها التقليدي، لا تختزل التنمية الاقتصادية في مجرد النمو الاقتصادي فقط، إذ أنه لا بد من التمييز بين المفهومين بشكل أكثر دقة.

## 2.1. ماهية التنمية الاقتصادية

يشير مصطلح التنمية الاقتصادية عموماً، إلى الإجراءات الداعمة والمستمرة لصانعي السياسات والمجتمعات، والهادفة إلى تعزيز المستوى المعيشي والصحة الاقتصادية لمنطقة معينة. يمكن أن تشير التنمية الاقتصادية إلى التغييرات الكمية والنوعية في الاقتصاد. يمكن لمثل هذه الإجراءات أن تتطوي على مجالات متعددة بما في ذلك تنمية رأس المال البشري، البنية التحتية الحيوية، القدرة التنافسية الإقليمية، الاستدامة البيئية، الإدماج الاجتماعي، الصحة، السلامة، محو الأمية وغيرها من المبادرات. كما أشرنا فوق، فالتنمية الاقتصادية تختلف عن النمو الاقتصادي. بينما التنمية الاقتصادية هي سياسة تدخلية تسعى لتحقيق أهداف اقتصادية والرفاه الاجتماعي للأفراد، نجد أن النمو الاقتصادي هو ظاهرة لإنتاجية السوق وارتفاع في GDP . وعليه، يقول أمارتيا سن (Amartya Sen):

« *economic growth is one aspect of the process of economic development* »<sup>1</sup>.

أي أن النمو الاقتصادي ما هو إلا جانب من جوانب عملية التنمية الاقتصادية. يمكن قياس التنمية باعتماد مؤشرات كتلك التي وضعها البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة Programme Indice de des Nations Unies pour le Développement (PNUD)، مثل مؤشر التنمية البشرية

<sup>1</sup> Sen, A. (1983). Development: Which Way Now? Economic Journal, Vol. 93 Issue 372.

Développement Humain (IDH) الذي يأخذ بعين الاعتبار الصحة، العمر المتوقع، محو الأمية، وغيرها من الأبعاد. لقد أسهم أمارتيا سن في وضع تصور لهذا المؤشر. هناك مؤشرات أخرى، مثل مؤشر الفقر البشري (IPH) Indicateur de la Pauvreté Humaine (IPH)، الذي تم بناؤه كذلك من قبل PNUD، وغيرها من المؤشرات.

### 1.2.1. السياق التاريخي لظهور مصطلح التنمية الاقتصادية

يرجع أول استخدام لمصطلح التنمية بمعناه المعروف اليوم إلى الرئيس الأمريكي هاري ترومان في الجزء الرابع من خطاب تنصيبه في العشرين من شهر جانفي 1949.

يمكن القول أن التنمية الاقتصادية الدولية في القرن XX، نشأت داخل مزيج من النوايا الحسنة لدول الشمال الصناعية، والإجراءات الفعلية المتخذة من طرف المجتمع الدولي (وبخاصة منظمة الأمم المتحدة ووكالاتها المختلفة)، والصراع بين بلدان الشمال التي كانت منقسمة خلال النصف الثاني من القرن XX إلى كتلتين نتيجة الحرب الباردة. بعد نهاية الاستعمار، قامت دول العالم الثالث بتنظيم نفسها خلال سنوات الستينات والسبعينات، من أجل إعادة التفاوض على شروط التبادل الدولية.

ومع ذلك، شهدت سنوات الثمانينات والتسعينات ظهور مذهب الليبرالية الجديدة (la

doctrine néolibérale) داخل المؤسسات الوطنية والدولية (إجماع واشنطن\* : Washington

Consensus)، مما أدى إلى صعود انتقادات شديدة من طرف الحركات المناهضة للعولمة.

\* مسودة طرحها الاقتصادي الإنجليزي جون ويليامسون في عام 1989، تتكون من علاج يتألف من عشرة بنود، طبقت على الدول النامية التي تواجه مشكلات في سداد ديونها (بخاصة دول أمريكا اللاتينية) من طرف المؤسسات المالية الدولية مدعومة بوزارة الخزانة الأمريكية. وقد تم توجيه انتقادات لاذعة لهذه المسودة خاصة بعد انكشاف الوضع المتردي في دول أمريكا اللاتينية بالأساس على الصعيد الاجتماعي، ومن بين المنتقدين جوزف ستيغلنز ونعوم تشومسكي.

بالإضافة إلى ذلك، سجلت إشكالية البيئة ظهوراً في اللقاءات الرسمية الدولية منذ تقرير نادي روما (Club de Rome) حول حدود النمو (les limites de la croissance) في عام 1972، بحيث أثارت تساؤلات حول النماذج المختلفة الممكنة للتنمية. أمام ظاهرة الاحتباس الحراري، بدأ مفهوم التنمية المستدامة\* يكتسب مكانة في العقول، وإن لم يتجسد ذلك في الواقع كما يرجى.

أخيراً، شهد القرن XXI انفصلاً واضحاً بين دول الشمال، أو الثلاثية (الاتحاد الأوروبي، الولايات المتحدة، اليابان)، التي تهيمن على الاقتصاد العالمي؛ البلدان الصناعية الجديدة (Nouveaux Pays Industriels (NPI مثل النمر الآسيوية الأربعة (كوريا الجنوبية، هونغ كونغ، سنغافورة، تايوان) أو دول البريكس (Brazil, Russia, India and China (BRIC)، وقطاعات واسعة من سكان العالم تعيش في فقر مدقع، على أقل من دولار واحد في اليوم، ويقع معظمها في دول أفريقيا جنوب الصحراء. إذن، فإن مسألة عدم المساواة الاقتصادية والاجتماعية تؤثر على جميع الدول، مما دفع بالبعض إلى الحديث عن العالم الرابع (Quart-Monde) الذي يضم البلدان المهملشة عن التنمية التي تعيشها الدول الغنية.

#### أ. إنشاء منظمة الأمم المتحدة والمؤسسات الدولية للتنمية

منذ نشأتها، جعلت منظمة الأمم المتحدة (United Nations (UN من التنمية إحدى أولى اهتماماتها، من خلال إنشاء البنك الدولي ومنظمة اليونسكو (United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization (UNESCO). بعد اتفاقيات بريتون وودز (Bretton Woods) في عام 1945، أنشأ البنك الدولي من أجل أوروبا التي دمرتها الحرب العالمية الثانية،

\* تعرف التنمية المستدامة (sustainable development) على أنها عملية تطوير الأرض والمدن والمجتمعات وكذلك الأعمال التجارية، شريطة أن تلبى حاجات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على تلبية حاجاتها.

البنك الدولي للإنشاء والتنمية Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD) ، الذي حمل على عاتقه مسؤولية تمويل عملية إعادة الاعمار .

في عام 1948، أطلقت اتفاقية الجات General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) الجولة الأولى من مفاوضاتها الرامية إلى تشجيع التجارة الدولية عن طريق خفض التعريفات الجمركية. بعد جولة الأوروغواي تحولت الجات إلى المنظمة العالمية للتجارة World Trade Organization (WTO) في عام 1994.

من ناحية أخرى، تم تأسيس اللجنة الاقتصادية لأمريكا اللاتينية ومنطقة الكاريبي Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPAL) التابعة للأمم المتحدة في عام 1948. برئاسة (Raúl Prebisch) من 1950 إلى غاية 1963 ، كانت السبيل واحدة من أماكن صعود نظرية التبعية\* (la théorie de la dépendance) ، بحيث انتقدت النماذج الخطية والمنتالية من التنمية السابقة، ودافعت على النزعة الحمائية لأجل حماية تطور الصناعة الوطنية والسوق الداخلي.

تم إنشاء العديد من المؤسسات المالية الدولية، وكان هدفها هو تعزيز التنمية، على الرغم من أن ممارساتها الفعلية قد تم انتقادها في وقت لاحق على نطاق واسع، لاسيما من جانب الحركات المناهضة للعولمة. بالإضافة إلى المؤسسات المذكورة أعلاه، نجد كذلك بنك التنمية للبلدان الأمريكية (la Banque interaméricaine de développement) الذي أنشأ عام 1959؛ الجمعية الدولية للتنمية (l'Association internationale de développement) التي أنشأت عام 1960؛ البنك الإفريقي للتنمية (la Banque africaine de développement) الذي تم انشاؤه عام

\* يعتبر أنصار هذه النظرية أن العلاقات الاقتصادية الدولية هي حتما علاقات تبعية وهيمنة، وليست البتة علاقات بين أعوان أحرار داخل الأسواق كما يدعي المؤلفون الليبراليون (الأصوليون). من أصحاب هذه النظرية نذكر: الاقتصادي الماركسي شارلز بيتلهايم، والاقتصادي غير الأصولي راؤول برييش.

1964؛ بنك التنمية الآسيوي (la Banque asiatique de développement) الذي أنشأ في عام 1966.

## ب. الصراع بين الولايات المتحدة والاتحاد السوفيتي

كما تمت الإشارة فوق، فقد تم استخدام مصطلح التنمية لأول مرة من قبل الرئيس الأمريكي هاري ترومان لتبرير المعونة الممنوحة للبلدان المتخلفة (pays sous-développés) في سياق الحرب الباردة (مبدأ ترومان)\*. لقد صرح أنه من واجب دول الشمال الرأسمالية، المسماة بالدول المتقدمة نشر المعرفة التقنية ومساعدة البلدان المصنفة على أنها متخلفة، حتى تقترب من نموذج المجتمع الغربي. في عام 1953، أطلق الرئيس الأمريكي أيزنهاور البرنامج المعروف بذرات لأجل السلام (Atoms for Peace)، يهدف إلى تصدير التكنولوجيا النووية السلمية إلى عدة دول؛ وفي نفس الوقت، تم إنشاء الوكالة الدولية للطاقة الذرية Agence Internationale de l'Energie Atomique (AIEA) لتعزيز الرقابة على التكنولوجيا النووية واستخدامها لأغراض سلمية.

في الواقع، كان تحدي التنمية في قلب التنافس بين الشرق والغرب، إذ كانت كل كتلة تعد بمساعدة حلفائها في مقابل دعمهم السياسي. وهكذا، خلال الثورة الكوبية في عام 1959، قام نظام فيدل كاسترو بمصادرة شركات أمريكية مثل: (International Telephone and Telegraph Company) and (United Fruit Company)، بالإضافة إلى القيام بإصلاح زراعي تضارب مع المصالح الأمريكية. بحلول جوان من عام 1959، إرتأت وزارة الخارجية الأمريكية التوقف عن شراء السكر الكوبي. أمام هذا التهديد، تحولت كوبا نحو الاتحاد السوفيتي، إذ وقعت مع هذا الأخير

\* هو مبدأ أعلن عنه هاري ترومان في 12 مارس 1947، وينص على «أنه حين يهدد العدوان، مباشرة كان أو مداورا، أمن الولايات المتحدة الأمريكية وسلامتها فعندئذ يكون لزاما على الحكومة الأمريكية أن تقوم بعمل ما لوقف هذا العدوان». طبق هذا المبدأ على اليونان وتركيا خاصة، تمكينا لهما من مقاومة المد الشيوعي ودخول الكتلة الشرقية.

اتفاقية تجارية في شهر فيفري من العام 1960. إستمرت الأزمة، حتى القطع الكامل للعلاقات مع واشنطن، مما أدى بالولايات المتحدة إلى فرض حصار على كوبا في عام 1962. تبين هذه الأزمة الكبرى من الحرب الباردة، إلى أي حد تم التلاعب بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية، فضلا عن العلاقات التجارية بين الدول من قبل هاتين القوتين.

### ج. بلدان العالم الثالث والنظام الاقتصادي العالمي الجديد

هزت نهاية الاستعمار العالم وموازن القوى داخل الأمم المتحدة. في عام 1964 ، قامت دول الجنوب المستقلة حديثا بإنشاء مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) ، والذي طالب بإعادة التوازن للمبادلات التجارية، لا سيما وصول بلدان الجنوب إلى أسواق الشمال وتحسين شروط التبادل. في الواقع، اعتبرت بلدان العالم الثالث، المجتمع تحت غطاء مجموعة السبع والسبعين\* ، أن مبادئ الليبرالية التي وضعتها اتفاقية الجات لم تستجب لمشاكلهم الخاصة.

في عام 1966 ، قامت الجمعية العامة للأمم المتحدة بإنشاء منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية Organisation des Nations Unies pour le Développement Industriel (ONUDI) ، التي أصبحت مؤسسة متخصصة تابعة للأمم المتحدة. بعد سنوات قليلة، في عام 1971 ، قامت دول مجموعة السبع والسبعين بتنظيم صفوفها في إطار مجموعة الأربع والعشرين\*\* (G24) حتى تتمكن من إصدار مطالبات مشتركة أمام مجموعة الثماني (G8)، التي تضم الدول الصناعية

\* تأسست المجموعة في 15 جوان من عام 1964 ، حيث تم إطلاق "الإعلان المشترك لدول السبع والسبعين" في ختام الاجتماع الدولي الأول للحكومات العضوة في منظمة (UNCTAD) وكان أول اجتماع رئيسي للمجموعة في الجزائر عام 1967 ، حيث تم تبني إعلان الجزائر وتم إنشاء أساس الهيكل التنظيمي للمجموعة. التي هي عبارة عن تحالف مجموعة من الدول النامية، هدفها ترقية المصالح الاقتصادية لأعضائها مجتمعة، بالإضافة إلى خلق قدرة تفاوضية مشتركة ضمن نطاق الأمم المتحدة. كانت نواة تأسيس المجموعة في الأصل تتكون من 77 عضوا مؤسسا ولكن المجموعة توسعت لتضم حاليا 130 دولة.

\*\* تضم مجموعة الأربع والعشرين الدول التالية: الجزائر، الأرجنتين، البرازيل، كولومبيا، ساحل العاج، جمهورية الكونغو الديمقراطية، مصر، إثيوبيا، الغابون، غواتيمالا، الهند، إيران، لبنان، المكسيك، نيجيريا، باكستان، البيرو، الفلبين، جنوب أفريقيا، سريلانكا، سوريا، ترينيداد وتوباغو، فينزويلا.

الكبرى في العالم\*. نهاية، في أول ماي من العام 1974 ، صادقت الجمعية العامة للأمم المتحدة على قرار يهدف إلى إقامة نظام اقتصادي عالمي جديد Nouvel Ordre Economique International (NOEI) ، أكثر ملائمة لدول الجنوب<sup>1</sup>.

#### د. نماذج التنمية المختلفة

منذ سنوات الثلاثينات، قامت بعض بلدان أمريكا اللاتينية -كالأرجنتين تحت زعامة Juan Perón) الذي جاء إلى السلطة في أواخر سنوات الأربعينات- بوضع نموذج تصنيع عبر إحلال الواردات Industrialisation par Substitution d'Importations (ISI). تمثل الهدف من هذه النماذج التنموية التي وضعت في المرة الأولى بطريقة براغماتية\*\* قبل أن تتم صياغتها في قالب نظري من قبل (Raúl Prebisch and Celso Furtado)، في السماح للصناعة الوطنية بالتطور.

تزامن ظهور العالم الثالث\*\*\* كقوة ثالثة في مواجهة كتلتين الحرب الباردة، والمطالبة بنظام اقتصادي عالمي جيد، مع العصر الذهبي لنظرية التبعية، التي تسلط الضوء على تأثير الاستعمار والاستعمار الجديد على اقتصاديات البلدان المسماة "متخلفة". مدعومة من قبل اقتصاديين من أمثال (Fernando Cardoso) (الذي أصبح رئيسا للبرازيل خلال سنوات التسعينات)، (Raúl Prebisch) وعالم الاجتماع (Immanuel Wallerstein)، تمكنت نظرية التبعية من التصدي لنظرية التحديث أو التصنيع، التي تدعي أن البلدان النامية تتموضع في مرحلة أقل من مستوى

\* تضم مجموعة الثماني: الولايات المتحدة، اليابان، ألمانيا، روسيا، إيطاليا، المملكة المتحدة، فرنسا وكندا.  
<sup>1</sup> للاطلاع على طبيعة النظام الاقتصادي العالمي الجديد من وجهة نظر البلدان النامية أنظر كتاب: Sid-Ahmed, A. (1981). Nord-Sud : Les Enjeux, OPU, Alger.  
\*\* اتجاه فلسفي يقوم على الربط بين التطبيق والنظرية، فهو يصف عملية حيث أن النظرية يتم استخراجها عبر التطبيق. هي مدرسة فلسفية نشأت في الولايات المتحدة في أواخر سنة 1878. من أبرز أعلامها تشارلز ساندرز بيرس، وليم جيمس وجون ديوي.  
\*\*\* العالم الثالث هو مصطلح سياسي، اقتصادي، اجتماعي وثقافي، يقصد به الدلالة على الدول التي لا تنتمي إلى العالمين الأول والثاني، الممثلين في الدول الصناعية المتقدمة. استعمل تعبير العالم الثالث لأول مرة عام 1952 في مقالة صدرت للاقتصادي والسكاني الفرنسي ألفريد سوفي (Alfred Sauvy) في إشارة إلى الدول التي لا تنتمي إلى مجموعة الدول الغربية (أمريكا الشمالية، أوروبا الغربية، أستراليا، اليابان وجنوب إفريقيا) ولا إلى مجموعة الدول الشيوعية (الإتحاد السوفيتي، الصين وأوروبا الشرقية). وقد استوحى سوفي هذه التسمية من الفئة الثالثة (tiers état) التي تضم القوم من غير النبلاء والاكليروس (رجال الدين الكنسيون) في المجتمع الفرنسي أثناء النظام القديم وقبل الثورة الفرنسية.

تتميتها أو أن هذه البلدان ليست متكاملة مع الاقتصاد العالمي. وبالتالي، نجد أن (Rostow 1963) نظر إلى التنمية بطريقة خطية وتطورية: بالنسبة إليه، لا بد من أن يمر كل مجتمع بمجموعة مراحل معينة قبل الوصول إلى مرحلة التنمية نفسها، التي تتوافق مع مجتمع الاستهلاك الشعبي العالي (la consommation de masse).

*« A considérer le degré de développement de l'économie, on peut dire de toutes les sociétés qu'elles passent par l'une des cinq phases suivantes : la société traditionnelle, les conditions préalables au démarrage, le démarrage, le progrès vers la maturité, et l'ère de la consommation de masse »<sup>1</sup>.*

لكن، هذه الفكرة جوبهت بالنقد من قبل الاقتصادي الماركسي (Bettelheim 1979) الذي

رأى أنها لا تعبر عن الحقيقة. إذ عبر عن ذلك قائلا:

*« Cette idée est fautive parce que les pays dits sous-développés sont dans une situation radicalement différente de celle que pouvaient connaître, il y a cinquante, cent, deux cents ou trois cents ans, les pays aujourd'hui industrialisés »<sup>2</sup>.*

تعرضت النظريات الخطية (على شاكلة نظرية روستو) للنقد، وتم التخلي عنها تدريجياً.

تؤكد نظرية التبعية بالخصوص، على تدهور شروط التبادل. بالإضافة إلى ذلك، تؤكد هذه النظرية

على أن البلدان النامية مندمجة في النظام العالمي، لكنها وضعت هيكلها في حالة من التبعية

المستمرة. بعبارة أخرى، تتوقف تنمية دول الشمال على تخلف دول الجنوب، واستغلال هذا الأخير

من قبل الشمال. بالنسبة لهؤلاء المنظرين، تعتبر هذه شروط الحفاظ على مستوى معيشة البلدان

الغنية الصناعية. إلا أن ظهور البلدان الناشئة أو البلدان الصناعية الحديثة، التي شهدت اقلاعا

منذ سنوات الستينات، قاد إلى التشكيك في نظريات التبعية التي كان لها تأثير خلال سنوات

السبعينات. يمكن أن نذكر على سبيل المثال النمو الأربعة (كوريا الجنوبية، تايوان، سنغافورة

<sup>1</sup> Rostow, W. W. (1963). Les étapes de la croissance économique, Traduit par M.-J. du Rouet, Seuil, Paris, p. 13.

<sup>2</sup> Bettelheim, C. (1979). Planification et croissance accélérée, Maspero, Paris, 1979, p. 27.

وهونغ كونغ)، اقتصاديات نادي النمر (Tiger Cub Economies) الذي يضم (ماليزيا، اندونيسيا، تايلاند، الفلبين وبروناي) أو الجاغوارز (Jaguars) الذي يضم (المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، تشيلي، كولومبيا وفنزويلا) لإظهار أن التنمية ممكنة، شريطة حسن استغلال المزايا النسبية (اليد العاملة المتوفرة والرخيصة). هذا بالرغم من أن هذه البلدان قد انتهجت نماذج تنمية متباينة (التصنيع عن طريق احلال الواردات في أمريكا اللاتينية، مقابل استراتيجيات التصنيع الموجهة للتصدير بالنسبة للنمور الأربعة).

## 2. أبرز النظريات المفسرة للنمو الاقتصادي

سوف نتعرض في هذه الفقرة إلى أبرز النظريات المفسرة للنمو الاقتصادي. تظهر لنا القراءات في نظريات النمو، ذلك التباين في وجهات النظر بين الاقتصاديين حول العوامل المفسرة لظاهرة النمو، فهناك من يرجعها للتقدم التقني، وآخر إلى رأس المال البشري، وغيرها من العوامل؛ إلا أن التركيز الأكبر في هذا البحث سيكون حول مدى تأثير الانفتاح المالي وبالتالي تنمية القطاع المالي على النمو الاقتصادي، وذلك في الفقرات المتبقية من البحث.

### 1.2. النظرية الكلاسيكية في النمو الاقتصادي

في إطار الاقتصاد الكلاسيكي (الريكاردي)\*، تقوم نظرية الانتاج ونظرية النمو على نظرية أو قانون ذو تناسبات متغيرة، حيث أن زيادة في أحد عوامل الانتاج (العمل أو رأس المال)، في حين الابقاء على الآخر ثابتا وإفترض عدم التغير في مستوى التكنولوجيا، فإن ذلك سوف يرفع من المخرجات، لكن بمعدل متناقص يقترب في النهاية من الصفر. تعود أصول هذه المفاهيم إلى أفكار توماس مالثوس حول الزراعة. تشتمل أمثلة مالثوس على عدد البذور المحصودة نسبة إلى

\* نسبة إلى الاقتصادي الانجليزي دايفد ريكاردو (1772-1823).

عدد البذور المزروعة (رأس المال) في قطعة أرض، وحجم الحصاد من قطعة أرض مقابل عدد العاملين فيها<sup>1</sup>. من أبرز الانتقادات التي وجهت إلى نظرية النمو الكلاسيكية، هو افتراضها ثبات التكنولوجيا التي تمثل أهم عامل في النمو الاقتصادي، فضلا عن تجاهلها لمفهوم وفورات الحجم<sup>2</sup>.

## 2.2. نظرية (Schumpeter) في النمو الاقتصادي

يقدم Schumpeter في مجموع أعماله، تحليلا أصيلا لطريقة عمل وتطور النظام الرأسمالي. لأجل تحقيق ذلك، استعان بمعرفته للتاريخ الاقتصادي، والتي جعلت منه مؤرخا بحق. على الصعيد النظري، أخذ عن سابقه من أمثال كارل ماركس من جهة، والمؤلفين من التيار النيوكلاسيكي من ناحية أخرى.

بتحليله لنظرية التراكم عند ماركس، وباعتماد قانون تناقص معدل الربح<sup>3</sup> (loi de la baisse tendancielle du taux de profit)، قام Schumpeter بإحلال دور المنافسة. إذ رأى أنه ليس من الضروري أن ينخفض معدل الربح الاجمالي المحقق على رأس المال الإنتاجي الإجمالي في المدى الطويل، فقط لأنه وفقا لماركس، نتيجة ارتفاع رأس المال الثابت (المصانع، الآلات، المباني) نسبة إلى رأس المال المتغير (العمل)، أو نتيجة أسباب أخرى. إذ يكفي أن يكون ربح كل مؤسسة مهددا باستمرار من طرف المنافسة الفعلية أو المحتملة (التي تغذيها المنتجات الجديدة أو طرق الإنتاج الحديثة)، التي عاجلا أم آجلا سوف تحول هذا الربح إلى خسارة. بعبارة أخرى، لقد أشار إلى تقصير ماركس في وضع نظرية كافية للمؤسسة، تمكنه من التمييز بين المنظم (entrepreneur) والرأسمالي (capitaliste): هذا هو، من بين أمور أخرى، موضوع إسهام Schumpeter في التحليل

<sup>1</sup> Bjork, G. J. (1999). The Way It Worked and Why It Won't: Structural Change and the Slowdown of U.S. Economic Growth. Westport, CT; London: Praeger, p. 297.

<sup>2</sup> Ibid., p. 298.

<sup>3</sup> لأجل إطلاع أوسع على مفهوم قانون تناقص معدل الربح لدى ماركس، أنظر كتاب: Marx, K. (1977). Le Capital, Livre III, Editions sociales, Paris, pp. 209-227.

الاقتصادي. رأى Schumpeter أن المشكلة التي يهتم بها المنظرون عموماً في مقالاتهم المعتادة تتمثل في تحديد كيف أن الرأسمالية تدير الهياكل المتوفرة ، في حين أن المشكلة الأهم هي كيف تخلق، ثم تدمر هذه الهياكل، هذا ما أطلق عليه تسمية التدمير الخلاق (creative destruction)<sup>1</sup> .

بالنسبة إلى Schumpeter، تتمثل النقطة الأساسية التي يجب أخذها بعين الاعتبار، في أنه لما نعالج الرأسمالية فإننا نكون نتعامل مع عملية تطور<sup>2</sup>. وعليه فإنه يخبرنا، أن هذا السلوك التطوري للعملية الرأسمالية لا يعتمد فقط على كون الحياة الاقتصادية تمشي في إطار اجتماعي وطبيعي يتحول باستمرار، بحيث أن تحولاته تغير معطيات النشاط الاقتصادي. كما أنه لا يعتمد على زيادة شبه آلية في السكان ورأس المال، ولا على نزوات الأنظمة النقدية. لأن هذه العوامل بدورها، تمثل شروطاً وليس أسباباً أولية. في الواقع، يتمثل الدافع الأساسي الذي يبقي على حركية الآلة الرأسمالية، في السلع الاستهلاكية الجديدة، الطرق الحديثة في الإنتاج والنقل، الأسواق الجديدة، الأصناف الجديدة للتنظيم الصناعي. وعليه، فإنه بفضل دفع المنظمين، يتجه الاقتصاد إلى أن يبتعد عن وضعه التوازني وينتقل إلى مرحلة ازدهار. كما أكد على الدور الحاسم الذي تلعبه المصارف في توفير التمويل اللازم للمنظمين.

### 3.2. النظرية النيوكلاسيكية في النمو الاقتصادي

أطلق على هذه النظرية تسمية نموذج سولو-سوان للنمو (Solow-Swan growth model)، والذي ينطوي على سلسلة من المعادلات التي تظهر العلاقة بين زمن العمل، السلع الرأسمالية، المخرجات والاستثمار. وفقاً لوجهة النظر هذه، يصبح دور التغيير التكنولوجي (technological change) حاسماً، بل وأكثر أهمية من تراكم رأس المال. تم تطوير هذا النموذج من قبل

<sup>1</sup> Schumpeter, J.A. (1974). Capitalisme, Socialisme et Démocratie, Petite Bibliothèque Payot, Paris, p. 123.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 121.

<sup>1</sup> Solow (1956) و <sup>2</sup> Swan (1956) خلال سنوات الخمسينات، وقد اعتبر بمثابة أول محاولة لنمذجة النمو على المدى الطويل بصورة تحليلية. يفترض هذا النموذج أن الدول تستخدم مواردها بكفاءة، وأن هناك تناقص في العوائد (diminishing returns) على الزيادة في رأس المال والعمالة. إنطلاقاً من هذا، يضع النموذج النيوكلاسيكي ثلاثة توقعات مهمة. أولاً، زيادة رأس المال نسبة إلى العمل تخلق نمواً اقتصادياً، لأن الأفراد يمكن أن يصبحوا أكثر إنتاجية بسبب تحصلهم على رأس مال أكثر. ثانياً، البلدان الفقيرة التي تكون فيها حصة الفرد من رأس المال ضعيفة، تنمو بشكل أسرع لأن كل استثمار في رأس المال ينتج عائداً أعلى من البلدان الغنية التي تتمتع بوفرة في رأس المال. ثالثاً، بسبب تناقص العوائد على رأس المال، ستصل الاقتصاديات في نهاية المطاف إلى نقطة حيث الزيادة في رأس المال لا تصبح قادرة على خلق نمو اقتصادي. تسمى هذه النقطة بالحالة المستقرة (steady state).

يشير النموذج كذلك إلى أنه في مقدور البلدان التغلب على هذه الحالة المستقرة ومواصلة النمو عن طريق اختراع تكنولوجيا جديدة. على المدى الطويل، تعتمد حصة الفرد من المخرجات (الناتج) على معدل الادخار، ولكن ينبغي أن يكون معدل نمو الناتج متساوياً بالنسبة لأي معدل ادخار. في إطار هذا النموذج، الطريقة التي يمكن للبلدان من خلالها النمو بالرغم من العوائد المتناقصة، تكون خارجية (exogenous) وتتمثل في خلق تكنولوجيا جديدة تمكنها من الانتاج بموارد أقل. بتحسين التكنولوجيا، يرتفع مستوى الحالة المستقرة لرأس المال، وبالتالي يتمكن البلد من الاستثمار والنمو. من أهم الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية هي أنها لا تأخذ في الحسبان

<sup>1</sup> Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth, Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, n°1.

<sup>2</sup> Swan, T. W. (1956). Economic growth and capital accumulation, Economic Record, n° 32.

التباينات في معدلات العوائد بين الاستثمارات الرأسمالية المختلفة، فضلا عن أن زيادة رأس المال تخلق عبئا متزايدا في الاهتلاكات<sup>1</sup>. كما أنه لوحظ أن الحياة الاقتصادية للأصول الرأسمالية تتراجع مع مرور الزمن<sup>2</sup>.

## 4.2. نظرية النمو الداخلي

تقدمت نظرية النمو بفضل نظريات اقتصاديين من أمثال<sup>3</sup> Lucas و Romer (1986) في أواخر سنوات الثمانينات وبدايات التسعينات. غير مكتفين بتفسيرات نموذج (solow)، عمل الاقتصاديون جاهدين على جعل التكنولوجيا داخلية خلال سنوات الثمانينات. لقد قاموا بتطوير نظرية النمو الداخلي (endogenous growth theory) التي تضمنت تفسيراً رياضياً للتقدم التكنولوجي. كما تضمن هذا النموذج كذلك مفهوماً جديداً للرأس المال البشري (human capital)، المهارات والمعارف التي تجعل من العاملين أكثر إنتاجية. بخلاف رأس المال المادي، يمتلك رأس المال البشري زيادة في معدلات العائد (increasing rates of return). وعليه، عموماً هناك عوائد ثابتة على رأس المال، وبالتالي فالاقتصاديات لا تصل أبداً إلى الحالة المستقرة التي تحدثت عنها النظرية النيوكلاسيكية. النمو لا يتباطأ مادام هناك تراكم في رأس المال، إلا أن معدل النمو يعتمد على أنواع رأس المال التي تستثمر في الدول. ركزت الأبحاث التي أجريت في هذا المجال على العوامل التي يمكن أن ترفع من رأس المال البشري (التعليم مثلاً) أو التغيير التكنولوجي (الابتكار مثلاً)<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Bjork, G. J. (1999). *Op. cit.*, pp. 289, 290.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 245.

<sup>3</sup> Romer, P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, n° 5.

<sup>4</sup> Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of economic development, *Journal of monetary economics*, Vol. 22, n° 1.

<sup>5</sup> Elhanah, H. (2004). *The Mystery of Economic Growth*, Harvard University Press.

## المبحث الثاني: الأسس النظرية للتحرير المالي

عادة ما يتم الخلط بين مفاهيم مثل العولمة المالية، التكامل المالي والتحرير المالي، لذلك سنقوم من خلال هذا المبحث بتعريف دقيق لكل مفهوم؛ فضلا عن تقديم لنظرية التحرير المالي كما أتت بها مدرسة الكبح المالي، ثم سنقوم في مرحلة ثانية بتقديم وجهات النظر المعارضة لها والممثلة بالأساس في أفكار المدرسة البنوية الجديدة.

### 1. المفاهيم الأساسية

سننتقل من خلال هذا المبحث إلى تعريف التحرير المالي، فضلا عن النظريات المفسرة له، وصولا إلى تقديم الشروط الأساسية التي يجب أن تترافق مع عملية التحرير المالي، حتى تكون ناجحة.

#### 1.1 ماهية التحرير المالي

بداية، لا بد من التمييز بين عدة مفاهيم متقاربة من حيث المعنى: العولمة المالية (financial globalization)، التحرير المالي (financial liberalization)، والتكامل المالي (financial integration). وفقا لما جاء به (Kose et al. 2003):

« Financial globalization and financial integration are, in principle different concepts. Financial globalization is an aggregate concept that refers to rising global linkages through cross-border financial flows. Financial integration refers to an individual country's linkages to international capital markets»<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Kose, A, Prasad, E, Rogoff, K, and Wei, S-J. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence, IMF Working Paper, n°7, p. 7.

وفقا لهذا التعريف، يمكن الاستنتاج بأن العولمة المالية والتكامل المالي ليسا الشيء ذاته. فالعولمة المالية مفهوم شامل يشير إلى تنامي الروابط بين الدول من خلال التدفقات المالية العابرة للحدود، أما التكامل المالي فيشير إلى الروابط الفردية لبلد ما مع أسواق المال العالمية، إلا أنهما مترابطان في ما بينهما.

أما التحرير المالي، فهو عملية تنطوي على سلسلة من التدابير الموجهة لإلغاء القيود المفروضة على القطاع المالي، مثل تحرير أسعار الفائدة، تحرير حساب رأس المال، وإصلاح النظام المالي<sup>1</sup> (Murat, 2000).

من المهم الآن التطرق إلى مسألة التحرير المالي عبر تحليل نقدي للنظريات الداعية إليه، وعرض المقاربات النظرية المعارضة لهذا التوجه.

من الناحية النظرية، تم تطوير مفهوم التحرير المالي الداخلي منذ مطلع سنوات السبعينات في كتابات McKinnon and Shaw؛ إذ تم طرح هذا المفهوم كحل لما أسماه المؤلفان "الكبح المالي".

## 2.1. ماهية الكبح المالي

يعرف (Miotti et Plihon (2001) الكبح المالي على النحو التالي:

« *La répression financière, (...), est définie comme une situation dans laquelle le secteur financier est administré par les pouvoirs publics dans le but de financer les déficits publics et de subventionner les secteurs prioritaires* »<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Murat, U (2000). Notes on Financial Liberalization, Paper presented at the seminar entitled : Macroeconomic Management : New Methods and Current Policy Issues, Turkey.

<sup>2</sup> Miotti, L. et Plihon, D (2001). Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires, Revue Economie Internationale, n° 85, 1er trimestre, p. 10.

إذن يرى المؤلفان أن الكبح المالي يمثل تلك الحالة التي يكون فيها النظام المالي مدارا من قبل السلطات العمومية، ويكمن الهدف من وراء هذا السلوك في دعم القطاعات التي ترى الحكومة أنها ذات أولوية من جهة، وتمويل العجز الحكومي من ناحية أخرى.

أما (King and Levine (1993) فيعرفان الكبح المالي على النحو التالي:

*« (...) the financial system is a lubricant for the main engine of growth. Better financial services expand the scope and improve the efficiency of innovative activity ; they thereby accelerate economic growth . Financial repression, correspondingly, reduces the services provided by the financial system to savers, entrepreneurs, and producers ; it thereby impedes innovative activity and slows economic growth »<sup>1</sup>.*

نلمس من النص السابق الأهمية الكبيرة للنظام المالي، الذي وصفه المؤلفان بزيت التشحيم الذي يسهل عمل محرك النمو. وعليه، كلما كانت نوعية الخدمات المالية جيدة، كلما تعززت كفاءة الأنشطة المبتكرة، وبالتالي تسرع في النمو. في مقابل ذلك، يرى الباحثان أن الكبح المالي يؤدي إلى تقليص حجم الخدمات التي يمنحها النظام المالي للمدخرين، رجال الأعمال، والمنتجين؛ وكنتيجة لذلك فإنه يعيق الأنشطة المبتكرة ويبطئ النمو.

بالنسبة إلى (Amable et Chatelain (1995) فقد قاما بتعريف الكبح المالي على النحو

التالي:

*« La répression financière, c'est-à-dire le maintien de taux d'intérêts artificiellement bas, les programmes concernant l'accès au crédit pour les entreprises ou plus généralement toutes les interventions de l'Etat visant à limiter la liberté de mouvement du secteur financier, ne permettent pas d'atteindre le taux de croissance optimal de l'économie »<sup>2</sup>.*

<sup>1</sup> King, R. G. and Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship and Growth : Theory and Evidence, Journal of Monetary Economics, Vol 32, n°3, p. 517.

<sup>2</sup> Amable, B. et Chatelain, J-B. (1995). Efficacité des systèmes financiers et développement économique, Économie internationale, n° 61, Vol. 1, p. 101.

إذن، نستنتج من الفقرة أعلاه أن سياسة الكبح المالي تعني على العموم كافة أشكال تدخل الحكومات في تحديد أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة، وتوجيه النشاط الائتماني للمصارف، الأمر الذي يحول دون امكانية وصول النمو الاقتصادي إلى وضعه الأمثل.

بالنظر إلى سياسة الكبح المالي وتأثيراتها المضرة بالاقتصاد، يرى بعض الاقتصاديين في التحرير المالي "النهج الأمثل" للخروج من هذه الحلقة المفرغة التي تعيشها البلاد النامية. وعليه، سوف نتعرض في الفقرة الموالية إلى أهم المقاربات النظرية الداعمة للتحرير المالي، بالنقد والتحليل وعرض المقاربات المخالفة لها.

## 2. نظرية التحرير المالي: مقارنة نقدية

سننطلق في هذه الفقرة إلى نظرية التحرير المالي كما أتت بها مدرسة الكبح المالي، ثم سنعمد في مرحلة ثانية إلى تقديم أهم الانتقادات التي وجهت إلى هذه النظرية.

### 1.2 مقارنة McKinnon and Shaw: مدرسة الكبح المالي

يبدأ McKinnon تحليله في إطار اقتصاد مجزأ\* (économie fragmentée)، حيث أنه بالنظر إلى عدم وجود أسواق مالية منظمة، فإن جميع الوحدات الاقتصادية تلجأ إلى التمويل الذاتي، دون أن تكون هناك حاجة للتمييز بين المدخرين (الأسر) والمستثمرين (المؤسسات). في هذا النموذج، لا تقترض المؤسسات من الأسر، ولا هذه الأخيرة تقوم باقراض المؤسسات. يفترض أن الاستثمار يتم تمويله ذاتيا بشكل كامل، وبالتالي فإنه يتطلب تراكما (ادخارا) مسبقا. يمكن أن يأخذ هذا الادخار شكلين مختلفين: ادخار في صورة أصول حقيقية غير منتجة أو ادخار في شكل

\* يعرف الاقتصاد المجزأ بحقيقة أن المؤسسات والأسر معزولون عن بعضهم البعض، بحيث يواجهون أسعارا فعلية مختلفة بالنسبة للأرض، رأس المال والسلع، كما أنه ليست لديهم قدرة الحصول إلى نفس التكنولوجيا.

أرصدة نقدية حقيقية (ودائع مصرفية). يفترض أن المدخرات في شكل ودائع مصرفية، تكون دالة متزايدة لمكافأتها الحقيقية، أي سعر الفائدة على الودائع: كلما كان هذا السعر مرتفعا، كلما زاد الحافز على الاستثمار. في الواقع، تلعب الأرصدة الحقيقية دور "قناة" في تكوين رأس المال: إذن فالنقود ورأس المال سيكونان متكاملان بدلا من أن يكونا متبادلان\*. تكمن المساهمة الأساسية لنظرية McKinnon في إعادة صياغة الطلب على النقود. في الواقع، يصف McKinnon وضع إقتصاد لا يتعامل بالنقود بشكل واسع (économie peu monétarisée). وعليه، فإن رفع سعر الفائدة الحقيقي (بفضل زيادة في سعر الفائدة الاسمي و/أو انخفاض في التضخم) يسمح باطلاق عملية "تنقيد" (monétarisation) للاقتصاد عبر انشاء سوق للادخار. نلاحظ هنا أن المنطقية المعتادة قد انقلبت: فليس السوق هو الذي يحدد السعر، وإنما السعر هو الذي يخلق السوق. ومع ذلك، ينبغي أن نتساءل عن دور ومكانة الوسطاء الماليين في هذا النموذج. في الواقع، نجد أن البنوك في نموذج McKinnon، باعتبار فرضية التمويل الذاتي، لا تمارس أي نشاط ائتماني: فهي تهتم بتجميع المدخرات، رسمتها وإعادتها للمودعين. إذا كانت المصارف لا تقرض، فكيف يمكنها مكافأة (رسملة) الودائع؟ من أية مصادر تقوم بذلك؟ McKinnon لا يقدم جوابا على هذا السؤال<sup>1</sup>. حيث أنه يفترض الوجود المسبق لقطاع مصرفي، وظيفته الاقراضية غير موجودة بحكم التعريف السابق. إذن فالنقود خارجية (monnaie externe) باعتبار أن الاقتراض من القطاع المصرفي أمر مستحيل. إلا أنه في الفصل السابع من كتاب McKinnon (1973) نجد أن الوسطاء الماليين أصبحوا يمارسون وظائفهم التقليدية: تجميع الودائع، ولكن أيضا الاقراض. مرة أخرى، McKinnon لا يفسر للقارئ كيفية الانتقال من نظام تمويل ذاتي إلى نظام تمويل بالوساطة<sup>2</sup>. في نموذجه

\* في حالة التبادل، ينظر للنقود على أنها ثروة تدخل في المنافسة مع غيرها من الأصول (بما فيها رأس المال) في محافظ المنتجين والمستهلكين.

<sup>1</sup> Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature, Revue d'économie financière, n° 29, Vol. 1, p. 89.

<sup>2</sup> Ibid., p. 89.

لوساطة الدين (intermédiation de la dette)، يبين Shaw أن ارتفاع سعر الفائدة على الودائع، يشجع الطلب على هذه الأخيرة، وبالتالي يرفع من قدرة القطاع المصرفي على الاقراض؛ الأمر الذي يحفز الاستثمار. إذن فالمقاربتان تختلفان إلى حد ما: إذ أن McKinnon يصف تأثيرات ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية كوسيلة لتنقيح اقتصاد "بدائي"، في حين أن Shaw يحلل في إطار اقتصاد نقدي أين تلعب المصارف دورها التقليدي في الوساطة. إذن، يتموضع McKinnon في إطار اقتصاد أين التنمية المالية (financial development) لا زالت في مراحلها المبكرة (نقود خارجية)، في حين أن اقتصاد نموذج Shaw قد وصل إلى المستوى الثاني من التنمية المالية (نقود داخلية). هذا التمييز، فضلا عن المشكلة المطروحة من خلال وجود وسطاء ماليين في مرحلة تنقيح الاقتصاد لدى McKinnon، جعلنا من مقارنة McKinnon/Shaw تختزل في كثير من الأحيان في نموذج Shaw وحده.

يمكننا إذن تلخيص تأثيرات الكبح المالي لما تكون النقود داخلية. إذا قامت الدولة بتحديد أسعار الفائدة الحقيقية بشكل تعسفي (عبر تحديد أسعار الفائدة الاسمية المدفوعة و/أو المطلوبة من طرف المصارف) عند مستوى أدنى من قيمتها التوازنية في السوق فإنها بذلك تخفض النمو الاقتصادي للأسباب التالية:

- تخفيض كمية الأموال المتاحة للاستثمار بسبب تراجع حجم الودائع المصرفية؛
- التأثير في نوعية الاستثمار عبر تعديل سلوك الوسطاء الماليين. كما يشير Shaw، يؤدي التسقيف الفعلي إلى: تخفيض أسعار الفائدة الدائنة الحقيقية؛ الرفع من حدة الخوف من الخطر؛ وتفضيل السيولة بالنسبة للوسطاء. تمنح المصارف مكانة خاصة في محافظها

للمقترضين ذوي السمعة الجيدة ، للمؤسسات التجارية التي شهدت فترة طويلة من الاستقرار. وبالتالي، يكون هناك حافز ضعيف لاستكشاف فرص إقراض جديدة.

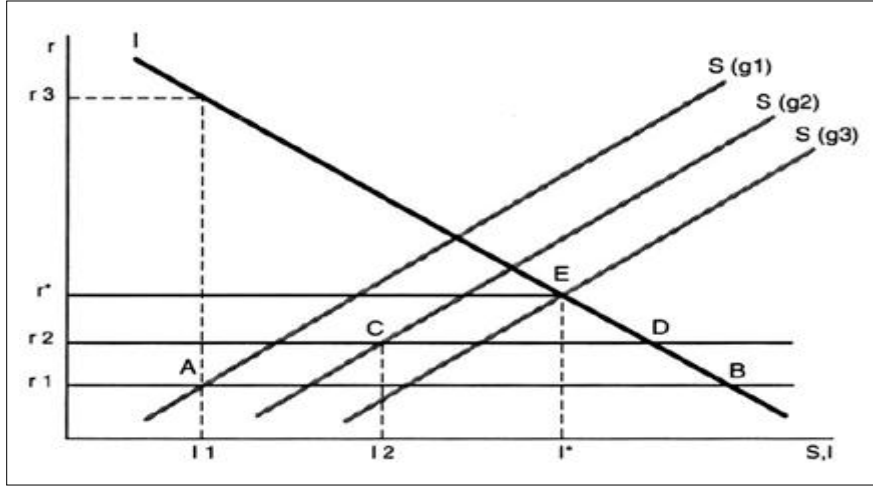
على العموم، يمكن ذكر بعض من الأدوات المستخدمة من قبل الحكومات في العالم الأقل تقدماً لممارسة سياسة الكبح المالي:

- تثبيت سعر الفائدة الحقيقي عند حدود تقل عن مستويات السوق المتوازنة ، هذه هي السمة الرئيسية لاقتصاد يعاني من الكبح المالي، فهو يسمح للدولة بالتمويل بأقل تكلفة، وبالمقابل يتسبب في تخفيض مستوى الادخار والاستثمار؛
- تأطير الائتمان، حيث أنه يتم تحديد كوتات (quotas) لحجم الائتمان، بحيث ينمو بمعدل محدد سلفاً من قبل السلطات النقدية. هذا الأمر سيكون له تأثير مباشر على حجم الاستثمارات؛
- السياسة الانتقائية للقروض، تتمثل في الجهاز الموضوع لكي يضمن للعملاء المقترضين تمويلاً رخيصاً وأكثر وفرة من تلك التمويلات التي مصدرها القنوات المعتادة للسوق. وعليه، نجد أن مثل هذه الممارسات تؤثر مباشرة في نوعية الاستثمارات، لأن بعض المشروعات التي ينظر إليها أحياناً على أنها ذات أولوية (القطاعين الزراعي والعقاري)، وذات عائد منخفض سيتم تمويلها على حساب مشروعات أخرى ذات عوائد أكثر ارتفاعاً (Penaud et Gaudichet, 1985)<sup>1</sup>.
- متطلبات الاحتياطي الإجبارية، هي تقنية تتطوي على إجبار المصارف التجارية على الاحتفاظ بنسبة من أصولها في حساب غير مدر لفوائد لدى البنك المركزي. هذا الإجراء يمكن أن تكون له آثار سلبية على السيولة المصرفية، كونه يحد من قدرة المصارف على التوسع في منح الائتمان.

<sup>1</sup> Penaud, R. et Gaudichet, F. (1985). Sélectivité du crédit, financement, politique monétaire, Economica, p. 9.

على العموم، يمكن تلخيص تأثيرات تحديد أسعار الفائدة عند مستويات تقل عن مستواها

التوازني، عبر البيان الموالي.



### البيان 1.1. تأثير سياسة الكبح المالي على الادخار والاستثمار

Source : Venet .B .(1994). *Op. cit.*, p. 108.

نفترض أن الاستثمار (I) دالة متناقصة في معدل الفائدة الحقيقي (r)، وأن الادخار (S)

دالة متزايدة في معدل نمو الدخل الوطني (g) ومعدل الفائدة الحقيقي (r). كل دالة ادخار ممثلة

وفقا لمعدل نمو اقتصادي معين (g). هنا نفترض أن  $(g_3 > g_2 > g_1)$ . تتوافق أسعار الفائدة  $r_1$

و  $r_2$  مع حالتين من التدخل في أسعار الفائدة (تخفيضها) بحيث أن:  $(r^* > r_2 > r_1)$ . باعتبار

أن:  $r^*$  يمثل سعر الفائدة الحقيقي عند التوازن بحيث يكون  $I^* = S^*$ .

نفترض أن معدل النمو المبدئي للاقتصاد هو  $g_1$ . بالنسبة إلى  $r_1$  (معدل الفائدة الحقيقي

على الودائع المصرفية)، يكون الادخار مساو إلى  $I_1$ . إذا كان في مقدور المصارف تحديد معدلها

الدائن عند المستوى الذي ترغبه، فإن هذا المعدل سيتحدد عند المستوى  $r_3$  (بالنسبة للاستثمار  $I_1$ )

وبالتالي يكون الهامش المحقق مساويا إلى  $(r_3 - r_1)$  من طرف قطاع مصرفي مدار ولكنه

تتافسي. ومع ذلك، فإن التدخل لتخفيض المعدلات يطبق كذلك على ودائع الجمهور وعلى القروض الممنوحة من قبل المصارف على حد سواء (يتمثل هذا الأمر بالنسبة للحكومة في تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات ذات الأولوية، وبالتالي تخفض لها تكلفة الاقتراض). إذن فالمعدل  $r_1$  يمثل المعدل على الودائع وكذلك على اقتراض الجمهور من المصارف. بالنسبة لهذا المعدل يتحدد الادخار عند  $S_1$ ، والذي يسمح باستثمار قدره  $I_1$ . من الواضح أن قسما من الطلب على الاستثمار لم يتم اشباعه (القطعة  $AB$ ). بعبارة أخرى، القروض مأطرة (crédits rationnés) وبالتالي فإن قسما من رجال الأعمال لا يتمكنون من تمويل استثماراتهم، على الرغم من أنها يمكن أن تكون مربحة. علاوة على ذلك، يمكننا أن نفترض بشكل منطقي أن المشاريع الممولة لديها معدل عائد يفوق معدل الفائدة الحقيقي  $r_1$  بقدر يسير. في الواقع، وجود تأطير للقروض يمكن أن يقود المصارف نحو تبني سلوك من الحذر المفرط، أي تمويل المشروعات منخفضة الخطورة، وبالتالي أقل ربحية. يجد هذا السلوك تفسيره في عدم المقدرة القانونية للمصارف في الحصول على عمولة الخطر اللازمة لتمويل مشاريع أكثر خطورة. وهكذا، يمكن أن نجد داخل هذا القسم غير المشبع من الطلب على الاستثمار ( $AB$ )، عددا من المشروعات أكثر خطورة ولكنها مربحة أيضا. هذه المشروعات يمكن أن لا ترى النور أبدا بسبب عدم توفر التمويل الضروري.

يجسد الانتقال من  $r_1$  إلى  $r_2$  تخفيفا للقيود الحكومي المفروض على القطاع المصرفي. في الحقيقة، يمثل المعدل  $r_2$  دائما حالة من التدخل الحكومي، إلا أن المعدل قد حدد عند مستوى أعلى (تراجع حدة الكبح المالي)، وعليه فإن القسم غير المشبع من الطلب على الاستثمار قد أصبح ( $CD$ ) وهو أقل من ( $AB$ ). لا يختفي الطلب الاستثماري غير المشبع إلا عند تحقق الشرط  $r^*$ ، أي عندما يختفي التدخل في تخفيض أسعار الفائدة. وبالتالي فإن نمو الاقتصاد يتحدد عند المستوى  $g_3$ .

يهدف تحليل McKinnon and Shaw إلى إظهار أنه في إطار اقتصاد يعاني من الكبح

المالي، يؤدي تثبيت أسعار الفائدة عند مستوى أقل من قيمتها التوازنية إلى:

- تخفيض الادخار (تراجع في حجم الودائع المصرفية) لصالح الاستهلاك الجاري؛
- تثبيت الاستثمار عند مستوى أقل من وضعه الأمثل؛
- تدهور نوعية الاستثمار المنجز باعتبار أن المصارف قد أجبرت على تمويل مشروعات منخفضة العائد.

في هذا السياق، تحرير القطاع المالي، أي رفع مستوى أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع

سوف يحفز تراكم الأرصدة النقدية (الادخار) وبالتالي السماح بنمو الاستثمار. ينبغي لهذا الأمر

كذلك، أن يسمح بزيادة حجم الوساطة البنكية؛ وبالتالي تخفيض تكاليف الوساطة بين المقرضين

والمقترضين بفضل تحقيق وفورات الحجم، تنويع أفضل للمخاطر، تيسير الوصول للأموال القابلة

للاقتراض بالنسبة للمقترضين.

بالمقابل، نجد في الأدبيات الاقتصادية بعضاً من الآراء المناصرة لسياسة الكبح المالي

<sup>1</sup> (Giovannini and de Melo, 1993) وحجتهم في ذلك هي أن:

- هذه السياسة تسمح للسلطات بتحكم أكبر في السياسة النقدية؛
- يفترض بأن الحكومات على دراية أفضل من السوق بنوعية الاستثمارات المفضلة؛
- من واجب الحكومة حماية المقترضين عبر التحكم في حركية أسعار الفائدة.

<sup>1</sup> Giovannini, A. and de Melo, M. (1993). Government Revenue from Financial Repression, American Economic Review, Vol 83, n°4.

يرى المؤلفان أنه بالإمكان تشبيه الكبح المالي بضريبة تستخدم في تمويل احتياجات الحكومة بتكلفة منخفضة وذلك عن طريق تثبيت سعر الفائدة الحقيقي عند مستويات منخفضة وسلبية في بعض الأحيان.

يبدو مما سبق أن لسياسة الكبح المالي مزايا عدة، فهي تمثل حلا للسلطات العمومية يسمح لها بتمويل عجزها بكلفة منخفضة. لكن، يمكن أن تكون لهذه السياسة عواقب خطيرة على نوعية وحجم تراكم رأس المال المادي. وبالمثل، فهي لا تسمح بتخصيص أفضل للموارد نتيجة التدخل المفرط للسلطات العمومية في الأنشطة المالية.

## 2.2. الانتقادات الموجهة لمقاربة مدرسة الكبح المالي

أدت حالة عدم الاستقرار المالي التي شهدتها مجموعة الدول الانتقالية خلال سنوات الثمانينات والتسعينات، إلى تشويه النظرة المتفائلة لتأثيرات التحرير المالي. أسفرت الصعوبات المتزايدة في القطاع المصرفي، وبخاصة تلك المتأتية من رفع القيود عن القطاع المالي، عن أزمات نظامية، مثل ما حدث في شيلي عام 1981 أو في روسيا منذ 1988. تشير هذه التجارب إلى أن منافع التحرير المالي لا بد من أن تتم مقارنتها مع الزيادة في التكاليف الناجمة عن الهشاشة المالية<sup>1</sup>. سنعمد في الفقرة الموالية إلى عرض الانتقادات الأساسية، فضلا عن اسهامات المدرسة البنوية الجديدة (l'école néostructuraliste) التي ركزت على الدور الذي ينبغي أن تحتله الدولة في المجال المالي، وعلى أهمية القطاع المالي غير الرسمي، وهي العناصر التي أهملتها نظرية التحرير المالي (مدرسة الكبح المالي).

<sup>1</sup> Saidane, D. (2002). Systèmes financiers et transition : Où en est-on ? Une revue critique de la libéralisation financière, Revue d'études comparatives Est-Ouest, Vol 33, n°4, p. 17.

## 1.2.2. عدم كفاءة أسواق الائتمان

اعتبر (Dornbush and Reynoso (1989) أن الكبح المالي يمثل عائقا أمام التنمية الاقتصادية. إذ يرى المؤلفان أنه حتى يقود الاستثمار نحو تحقيق النمو، فإنه لا بد من أن تتوفر ثلاثة شروط أساسية: لا بد من أن تتوفر في الشركات (و/أو الحكومة) الرغبة في الاستثمار؛ لا بد من أن تكون المدخرات متوفرة؛ كما يجب أن يتم توجيه هذه المدخرات نحو أولئك الراغبين في الاستثمار وبالتالي تلبية فرص الاستثمار الأكثر جاذبية. في إمكان الهيكل المالي والمؤسسات إما تشجيع أو تعطيل هذه العملية. يقترن النظام الذي يعاني من الكبح المالي بالخصوص مع تضخم مرتفع وغير مستقر، وبالتالي فهو يتعارض في نواحي عدة مع التنمية: قنوات الادخار متخلفة و/أو أن العائد على الادخار سلبي وغير مستقر؛ عدم قدرة الوسطاء الماليين القائمين بتجميع المدخرات على تخصيصها بشكل كفاء بين استخدامات تنافسية؛ كما أن الشركات غير مشجعة على الاستثمار بسبب ضعف السياسات المالية المخفضة للعوائد أو التي تجعل منها غير مستقرة بشكل مفرط<sup>1</sup>. وبالتالي، يترتب عن ذلك أن تحرير الأنظمة المالية من شأنه أن يحسن مستوى الاستثمار وبالتالي النمو. ومع ذلك، يرى المؤلفان أن نموذج الكبح المالي (financial repression paradigm) يظهر في بعض النواحي شيئا من الحقيقة، ولكنه أيضا يكون مبالغا في نواحي أخرى. وعليه، فإنه يكون من الملائم إعادة تفحص بعض من العلاقات الأساسية التي تقوم عليها مقارنة McKinnon and Shaw

<sup>1</sup> Dornbush. R et Reynoso. A (1989) : « Financial Factors in Economic Development », *American Economic Review*, Vol 79, N°2, p. 204 cité dans Venet. B (1994) : « Libéralisation financière et développement économique : revue critique de la littérature », [http://www.dauphine.fr/eurisco/eur\\_wp/Nice2.pdf](http://www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/Nice2.pdf), p. 7, in Béji, Samouel. (2009). *Le Développement Financier pour les Pays du Sud de la Méditerranée à l'Epreuve de la Mondialisation Financière*, Thèse de doctorat, Université Paris XIII-Nord, p. 51.

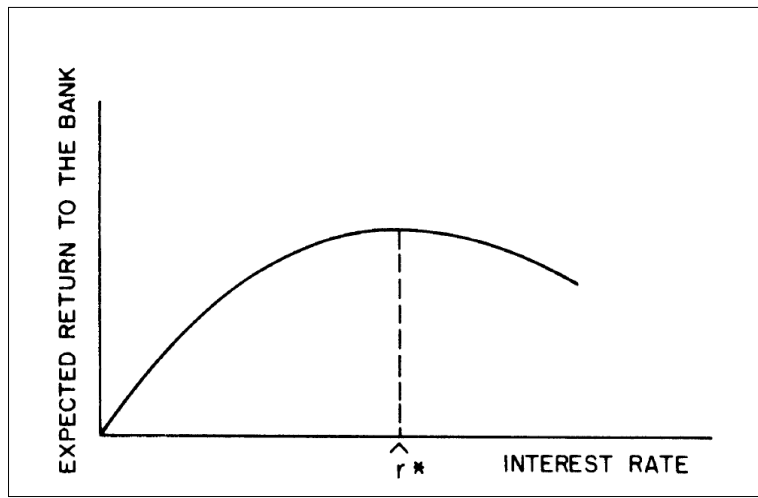
بداية، تفترض نظرية التحرير المالي وجود علاقة ايجابية بين سعر الفائدة الحقيقي والادخار. إن الأخذ بأثر الاحلال (effet de substitution) وحده، في الواقع، هو الذي يقود إلى زيادة في الادخار عندما ترتفع المكافأة عليه (rémunération). على الرغم من ذلك، لا بد من إضافة أثر الدخل (effet revenu)، والذي على عكس سابقه، يفترض وجود علاقة عكسية بين الادخار وسعر الفائدة الحقيقي. إجمالاً، يبقى تأثير سعر الفائدة الحقيقي غامضاً، إلا في حال إفتراضنا، كما صنع McKinnon، بأن الادخار المبدئي ضعيف جداً في البلاد النامية، بحيث أن زيادة في مكافأته، لا يمكن أن يكون لها سوى تأثير إيجابي عليه<sup>1</sup>.

ثانياً، تقوم مقارنة McKinnon and Shaw على الفرضية الضمنية القائلة بكفاءة الأسواق (efficient market hypothesis). في بداية سنوات الثمانينات، أتت أعمال Stiglitz and Weiss (1981) لتشكك بفرضية تدفق المعلومات بكفاءة على مستوى الأسواق دون تكاليف أو حواجز. إذن، فوفقاً لهذه الفرضية، تقدم أطروحة التحرير المالي العلاج لجميع العلل، إذ تنص على أنه يكفي السماح لقوى سوق رؤوس الأموال والسوق المصرفي بأن تعمل بحرية حتى تتمكن أسعار الفائدة من بلوغ مستوياتها المثلى وبالتالي تضمن تحقيق التخصيص الأمثل الممكن للموارد. هذا دون اعتبار لفرضية عدم تماثل المعلومة، والتي تحكم بالأساس هذا الصنف من الأسواق<sup>2</sup>، حيث أن الأسواق المالية ليست كغيرها من الأسواق؛ حيث يتم فيها تبادل الأموال مقابل تعهد بالدفع، الأمر الذي يترتب عليه جانب كبير من حالة عدم التأكد بالنسبة للمقرض، إذ لا يكون متأكداً من إرادة وقدرة المقترض على السداد. يظهر (1981) Stiglitz and Weiss في عملهم أنه إذا تركت الحرية لسعر الفائدة، فإنه لا يمكنه لوحده ضمان تخصيص أمثل للأموال، على الرغم من أنه

<sup>1</sup> Venet, B. (1994). *Op. cit.*, p. 94.

<sup>2</sup> Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Market with Imperfect Information, *American Economic Review*, Vol 71, n°3, p. 393.

يضمن تحقيق التوازن على مستوى سوق القروض المصرفية. يفسران ذلك بأن ارتفاعاً في سعر الفائدة، يرجح بأن يمتص الفائض في الطلب على الأموال مقارنة مع المعروض منها. هذا الأمر يجذب المشاريع "السيئة" والمتضمنة لمخاطر "سيئة" (bad risks) على حساب المشاريع الجيدة. يظهر البيان 2.1 أن هناك سعراً أمثلاً للفائدة (bank-optimal rate) والذي حدد عند المستوى  $\hat{r}^*$ . إذا تجاوز سعر الفائدة هذا الحد فإن نوعية طالبي القروض سوف تتراجع.



البيان 2.1. العلاقة بين العائد المتوقع للبنك وسعر الفائدة

Source : Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Market with Imperfect Information, *op. cit.*, p. 394.

هذه هي مشكلة الاختيار السيء (bad selection) المتأتية من عدم تماثل المعلومة السابق لإبرام العقد بين طالبي وعارضي الأموال. يبدو أن هذا المشكل يتفاقم نتيجة مشكل آخر ناجم عن عدم تماثل المعلومة بعد إبرام العقد (الخطر الأخلاقي)، والذي يشجع أصحاب المشاريع السيئة التي تم اختيارها بالفعل، على عدم سداد قروضهم المتعاقد عليها، مشجعين بعدم تماثل المعلومة السائدة بين طرفي العقد، وبارتفاع تكاليف القروض التي تمنعهم من الوفاء بالتزاماتهم. يترتب على

ذلك، اضعاف لمركز البنك، والذي قد ينتشر ليشمل كامل الجهاز المصرفي، ويؤثر بالتالي على الجهاز الانتاجي في الاقتصاد ككل.

تطرق Cho (1986) إلى أهمية المشكلات المتعلقة بالمعلومة على مستوى أسواق الائتمان

معتبراً أن:

*« (...) les régimes seuls d'intérêts libres ne sont pas suffisants pour assurer une allocation optimale complète du capital lorsqu'il existe des imperfections d'informations. Les banques vont éviter de financer de nouveaux groupes d'emprunteurs productifs parce qu'ils seront perçus comme trop risqués, et cela même si les banques sont neutres au risque ou qu'il n'existe pas d'administration des taux d'intérêt »<sup>1</sup>.*

من الواضح أن المؤلف يوافق طرح Stiglitz and Weiss (1981) حول كون سعر الفائدة وحده

يبقى عاجزاً عن التخصيص الأمثل للموارد في إطار سوق يتميز بعدم تماثل المعلومة. بعبارة

أخرى، نجد أن تخصيصاً انتقائياً للائتمان، والذي يعتبر سمة خاصة بسياسة الكبح المالي، يمكن أن يمثل حلاً لمشكلة عدم كفاءة الأسواق.

### 2.2.2. مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة

تفترض نظرية التحرير المالي كما ذكرنا في الفقرة السابقة وجود علاقة إيجابية بين سعر

الفائدة الحقيقي والادخار. يعود هذا إلى إهمال أثر الدخل الذي يمكن أن ينجم عن ارتفاع في معدل

العائد على الادخار. يبدو أن منظري التحرير المالي لم يأخذوا في الحسبان سوى أثر الاحلال. إلا

أنه من وجهة نظر تجريبية، لا يبدو أن هذه العلاقة مؤكدة. في الواقع، على الرغم من ارتفاع

أسعار الفائدة الحقيقية في الثمانينات، نجد أن معدلات الادخار قد تراجعت في أفريقيا جنوب

الصحراء. خلال الفترة 1965-1973، كان معدل الادخار المحلي الاجمالي (كنسبة من GDP)

<sup>1</sup> Cho, Y. J. (1986). Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 18, n°2, pp. 196-197, in Venet. B, op. cit., p. 95.

يساوي 19.3% ، قبل أن يصل إلى 23.3% بين عامي 1974 و 1980. لكن هذا الاتجاه قد انعكس، وانخفض إلى 18.5% خلال الفترة 1987-1981 وإلى 16.7% بين عامي 1988-1996. وفقا لذلك، هل ينبغي أن نعتبر وجود دالة ادخار ضد ما هو بديهي (contre-intuitive)، أي أنها تكون متناقضة بالنسبة لمعدل الفائدة الحقيقي؟ ألا ينبغي علينا إعتبار أن انخفاض الادخار قد عزز الارتفاع في أسعار الفائدة الحقيقية؟ يبدو أن تحديد اتجاه السببية بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل الادخار يفسر وفق (Villieu 1997)، صعوبة التجسيد التجريبي للأثر الاقتصادي الكلي للتغيرات في أسعار الفائدة<sup>1</sup>.

من ناحية أخرى، يمكن لارتفاع أسعار الفائدة نتيجة التحرير المالي، أن يكون مضرا بالنسبة للقطاع المصرفي والحكومة. في ما يتعلق بالمصارف، فإن هذه الأخيرة تعرف بوظيفتها التحويلية للودائع المجمعة من المدخرين، إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل. إذن، فإن ارتفاعا في أسعار الفائدة على الودائع يمكن أن يتسبب في إضعاف مؤقت لمركز البنك. في الواقع، تؤدي الزيادة في سعر الفائدة الدائن في أعقاب التحرير المالي إلى تقليص هامش البنك، لأنه لا يمكنه تعويض هذه الزيادة، من خلال رفع في أسعار الفائدة على القروض التي تبقى ثابتة. يترتب عن ذلك انخفاض في معدلات ربح المصارف وخسائر معتبرة يمكن أن تضع البنك في حالة من الهشاشة العابرة .

في ما يخص الحكومات، نجد أن تأثير ارتفاع أسعار الفائدة يكون عبر العجز في الميزانية الحكومية، لأن هذا الارتفاع يفاقم العجز بسبب زيادة خدمة الدين العام. علاوة على ذلك، يؤدي التحرير المالي إلى إزالة ضريبة التضخم عن الاقتصاد وفي الحين ذاته يحرم الدولة من الإيرادات

<sup>1</sup> Villieu, P. (1997). Macroéconomie : Consommation et épargne, Paris, La Découverte.

الضريبية التي كانت تفرضها في السابق على المصارف. وعليه، يشير Bencivenga and Smith (1991) إلى أنه بالنسبة للبلدان ذات المستوى العالي من العجز الحكومي، يكون من المضر انتهاج سياسة تحرير مالي<sup>1</sup>.

### 3.2.2. الانتقادات الموجهة من قبل المدرسة البنوية الجديدة

في إطار النماذج البنوية الجديدة، تتوفر الأسر على ثلاث فئات من الأصول المالية: الذهب أو النقود، الودائع المصرفية والقروض من الأسواق غير الرسمية. يفترض بأن الأسواق غير الرسمية تمثل بديلا ومنافسا للسوق البنكي الرسمي، خاصة وأنه يفترض أن رؤوس الأموال تتحرك بحرية بين القطاعين. وبالتالي يطرح التساؤل حول أي القطاعين هو الأكثر تأثيرا وتحفيزا للاقتصاد، أهو القطاع غير الرسمي أم الرسمي. بالنسبة للبنويين الجدد، السوق غير الرسمي هو الفائز، بسبب غياب الاحتياطات الاجبارية التي تنقل كاهل المصارف. وبالتالي، يخلصون إلى أن الأسواق غير الرسمية قادرة على تحقيق تخصيص أمثل للموارد، وإلى أن التحرير المالي وفقا لما جاء به McKinnon and Shaw مضر بالاقتصاد. الانتقاد الأساسي الآخر من طرف البنويين الجدد، يتمثل في الحاجة لحضور الدولة داخل سير عمل النظام المالي. ويقترحون في هذا الشأن، الحفاظ على درجة معينة من السيطرة الحكومية على الجهاز المالي.

#### أ. غياب قطاع مالي غير رسمي

على الرغم من أن الأبحاث حول الرابط بين التنمية المالية والنمو قد ركزت على القطاع الحقيقي، إلا أن الأدبيات تعترف بوجود وبالدور الذي يلعبه القطاع المالي غير الرسمي في التنمية الاقتصادية؛ خاصة بالنسبة للبلدان النامية، أين تتميز الأنظمة المالية والأسواق المالية بوجود نوع

<sup>1</sup> Bencivenga, V. R. and Smith, B. D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth, Review of Economic Studies, Vol. 58, n°2.

من الثنائية. هذا يعني وجود نظام مالي رسمي وآخر غير رسمي، جنباً إلى جنب. يدرج من الثنائية.<sup>2</sup> Van Wijnbergen (1983)<sup>1</sup> and Taylor (1983)<sup>2</sup> هذه الثنائية في تحليلاتهم، والتي كانت مهمة في كتابات McKinnon and Shaw. وفقاً للمؤلفين، هذا الصنف من الأسواق يمكن أن يكون عاملاً من عوامل التنمية والنمو الاقتصادي. تغطي الأسواق المالية غير الرسمية الأنشطة المالية غير المنظمة من قبل البنك المركزي. يعكس المؤسسات المالية الرسمية، نادراً ما تستخدم الأسواق غير الرسمية الوثائق القانونية أو تلجأ للنظام القانوني لمتابعة العقود. تخصص فئة أولى من الأعوان غير الرسميين في مجال الائتمان أو الادخار على مستوى هذا السوق. فئة ثانية، تقوم بتنفيذ المعاملات المالية على أساس العلاقات الشخصية أو الأعمال. فئة ثالثة، تقوم بتوفير خدمات وساطة كاملة بين المدخرين والمقترضين، تتمثل في المؤسسات التي تدرج تحت قوانين أخرى غير التشريعات المالية، مثل التعاونيات والمنظمات غير الحكومية، التي يشار إليها أحياناً على أنها "شبه رسمية"<sup>3</sup>.

وجود مجموعة واسعة من الأنشطة المالية غير الرسمية، يجعل من الصعب تقييم المكانة التي يحتلها التمويل غير الرسمي في كل اقتصاد. ومع ذلك، تشير الدراسات التجريبية إلى اتساع مدى التمويل غير الرسمي في معظم البلدان النامية (Bell et al. 1997 ; Varghese, 2005 ; Jain, 1999). في هذه البلدان، تساهم حيوية وديناميكية القطاع المالي غير الرسمي في حل المشكلات التي تواجه القطاع المالي الرسمي، مثل تأطير القروض، ارتفاع تكاليف المعاملات التي يتحملها المقترضون، أو تمويل تلك الأجزاء من السوق التي عادة ما يتم إهمالها من قبل المؤسسات المالية

<sup>1</sup> Van Wijnbergen, S. (1983). Interest Rate Management in LDC's, Journal of Monetary Economics, Vol 12, n°3.

<sup>2</sup> Taylor, L. (1983). Structuralist Macroeconomics : Applicable Models for the Third World, Basic Books, New York.

<sup>3</sup> Banque mondiale (1997) : « Les marchés financiers informels et l'intermédiation financière dans 4 pays africains », Findings, N°79, in Béji, Samouel. (2009). Op. cit., p. 55.

الرسمية<sup>1</sup>. في ما يخص هذه النقطة الأخيرة، تنقسم الأدبيات إلى تيارين. يعتبر التيار الأول وهو المهيمن، أن القطاع المالي غير الرسمي لا يمكنه أن يلعب سوى دور مكمل للقطاع الرسمي. في حين أن التيار الثاني، يعتبر أن العلاقة بين القطاعين، ذات طبيعة تنافسية بالأساس بدلا من أن تكون تكميلية.

يرى أنصار الرأي السائد أن المؤسسات المالية غير الرسمية تلعب دورا تكميليا للتمويل الرسمي. في الواقع، تقوم المؤسسات المالية غير الرسمية، وفقا لوجهة النظر هذه، بخدمة ذلك الجزء المهمل من السوق. يتم هذا التمويل في صورة قروض قصيرة الأجل، بحيث أن القيمة والضمانات لا تكون عالية جدا. المستفيدون من هذا النوع من التمويل، هم بشكل عام المؤسسات الريفية، الزراعية أو الفردية، بالإضافة إلى الأسر. تقوم المؤسسات المالية غير الرسمية على أساس شبكات من العلاقات، السمعة والثقة، كما يمكن أن تكون أكثر فعالية في ما يتعلق بالرقابة وتنفيذ اتفاقات السداد، مقارنة بنظيراتها في القطاع الرسمي. ومع ذلك، يعتقد اصحاب هذا الرأي المهيمن أن النظام المالي غير الرسمي لا يمكن أن يحل محل النظام المالي الرسمي، بسبب عدم قدرته على ممارسة رقابة فعالة على نطاق واسع. دائما في نفس السياق، اهتمت دراسات تجريبية بالدور الحاسم الذي لعبته الشبكات والقنوات المالية غير الرسمية في البلدان المتقدمة . أظهر (Guiso et al. (2004 كيف أن الكثافة التي يؤثر وفقها رأس المال الاجتماعي\* (capital social) في مستوى التنمية المالية يختلف بحسب المناطق في إيطاليا. هذا الرابط يكون مهما خاصة في المناطق التي يوجد فيها تراخي أكثر من حيث تطبيق القوانين، كذلك في أوساط فئات المجتمع الأقل تعليما والتي تواجه صعوبة في فهم آليات منح وسداد القروض . أظهر (Garmaise and Moskowitz (2003 أنه حتى

<sup>1</sup> Mauri. A (2000) : « Informal Finance in Developing Countries », *UNIMI Economics Working Paper*, N°9, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 55.

\* نعني برأس المال الاجتماعي، مجموع القوانين غير الرسمية التي تحكم العلاقات داخل المجتمع.

في الولايات المتحدة، يعتبر التمويل غير الرسمي مهما في الوصول إلى التمويلات الضرورية. وقد أخذ كمثل، سوق العقارات الأمريكي وأظهر أن السماسرة قد لعبوا دورا هاما في تسهيل حصول عملائهم على التمويل الذي يحتاجونه. كما وجد المؤلفان أن هؤلاء السماسرة والمصارف، قد شكلوا في ما بينهم شبكات غير رسمية، كان لها كبير الأثر على توافر الأموال المتاحة للإقراض.

في حين أن الأعمال المذكورة أعلاه، تشير إلى وجود شبكات تمويل غير رسمية، تتعايش معا وتكمل الأنظمة الرسمية. ظهرت دراسات أخرى، أنت لتعيد موازنة الكفة في مواجهة وجهة النظر السائدة هذه. في الواقع، يعتبر (Tsai (2002) and Linton (2006) ; Allen *et al.* (2005) أنه على الرغم من ضعف الحماية القانونية في الصين وصعوبة حصول شركات القطاع الخاص على التمويل، شهدت هذه الأخيرة نموا أسرع وأكثر استدامة من ذلك الذي عرفته مؤسسات القطاع العام (التي تتمتع بامتيازات التمويل من قبل المؤسسات المالية التابعة للقطاع الرسمي). يفسرون هذا النجاح بلجوء هذه المؤسسات الخاصة إلى مصادر تمويل بديلة للمصادر التقليدية وللهيكل الحكومية. بالإضافة إلى ذلك، يعتبر (Allen *et al.* (2005) أن حالة الصين يمكن أن تقدم مثالا معاكسا لنظرية القانون والمالية التي أتى بها (La porta *et al.* (1997)، لأن الشركات الصينية قد حققت نموها بالاعتماد على آليات غير رسمية كانت قد أهملتها هذه النظرية.

قد أهمل McKinnon and Shaw تماما وجود أسواق مالية غير رسمية في مقاربتهم حول التحرير المالي، على الرغم من كونها خاصية أساسية في المشهد المالي للدول النامية. في الواقع، يعتبر أنصار التحرير المالي أن وجود هذا القطاع هو نتاج الكبح المالي. يوافق البنك الدولي على وجهة النظر هذه، بحيث يؤكد على أن:

« *L'existence de marchés informels est souvent un signe de la répression financière* »<sup>1</sup>.

نرى وجهة النظر هذه لدى Shaw (1973) الذي يرى أن القطاع غير الرسمي (الذي لا يمثل سوى بديل غير كفاء للممولين غير المباشرين) سيواجه بالمنافسة المتزايدة لقطاع مالي منظم وأكثر تحرراً<sup>2</sup>. في مقابل ذلك، يعتبر Jensen (1989) أن وجود سوق مالي غير رسمي لا يعني بالضرورة دليلاً على وجود كبح مالي، بل يعبر عن ظهور شكل جديد من تنظيم معين للإنتاج والتسويق<sup>3</sup>.

في إطار نماذج (1983) and Taylor (1983) and Van Wijnbergen (1983) يعتبر وجود الأسواق المالية غير الرسمية حاسماً في إنجاح عملية التحرير المالي. في الواقع، حتى لو أن ارتفاعاً في سعر الفائدة الحقيقي على الودائع يعود بالنفع على أصول القطاع الرسمي على حساب أصول القطاع المالي غير الرسمي، فإنه لن يكون هناك تأثير كبير على وفرة الأموال المتاحة للإقراض، والسبب في ذلك وجود الاحتياطات الاجبارية، التي تقلل من حجم القروض التي يمكن للمصارف منحها للمؤسسات. في مقابل ذلك، لا توجد احتياطات اجبارية تفرض على القطاع المالي غير الرسمي. وعليه، في النماذج البنوية الجديدة، تمثل الاحتياطات الاجبارية التي تشكلها المصارف، عقبة أمام الوساطة المالية.

## ب. إقصاء التدخل الحكومي

في السياق ذاته المعارض لأفكار التحرير المالي، يرى Tylor (1983) ; Van Wijnbergen (1984) and Buffie (1984) أنه يفضل الحفاظ على درجة معينة من السيطرة الحكومية على

<sup>1</sup> World Bank. (1989). World Development Report 1989, Oxford University Press, New York, p. 67, in Venet (1994). *Op. cit.*, p. 9.

<sup>2</sup> Shaw, E.S. (1973). Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, New York, p. 137.

<sup>3</sup> Jensen, K. (1989). Monetary Policy and Financial Development in Fitzgerald. E.V. K and Vos. R (eds), Financing Economic Development : A structural Approach of Economic Development, Gower Publishing Company Ltd, Brookfield, p. 63 , in Venet. B. (1994). *op. cit.*, p. 9.

القطاع المالي، طالما أن نوعية المؤسسات والبيئة السياسية لا تسمح بتحقيق انفتاح مالي دولي في حالة البلدان النامية. علاوة على ذلك، تؤكد تجربة دول جنوب شرق آسيا المصنعة حديثاً، على هذه الفكرة، كما تظهر أن التدخل الحكومي يمكن أن يكون نافعا في إطار الجهود الرامية إلى تحسين الرفاه الاجتماعي، متحدياً بذلك البنية المالية كما يراها McKinnon and Shaw الذين يوصيان بأن أي تدخل حكومي في أداء الأسواق المالية لا يمكن إلا أن يضر بالتخصيص الكفاء للموارد<sup>1</sup>. أظهر (1985) Diaz-Alejandro أن رفع القيود الحكومية في غياب نظام إشراف وتنظيم ملائم، كانت له آثار اقتصادية مدمرة على بلدان أمريكا اللاتينية وأوروبا القارية. إذ يرى ما يلي:

*« Latin American experience, and indeed that of Continental Europe last century, makes one skeptical that private markets alone will generate a flow of financial intermediation high enough to support a rate of long-term fixed capital formation which fully exploits available high social rates of return to long-term investments. Private uncertainties and skepticism of all sorts, which will not disappear by freeing interest rates, reduce the scope for private long-term finance and for stock markets; the latter have continued to languish even when encouraged by various subsidies, as in Brazil. It will be recalled that this was the original motivation for the creation of public development banks in Latin America during the 1930s and 1940s »<sup>2</sup>.*

وعليه، يشكك (1985) Diaz-Alejandro في قدرة الأسواق الخاصة وحدها على توليد تدفقات للوساطة المالية بما فيه الكفاية للحفاظ على معدل تكوين رأس المال الثابت على المدى الطويل، الذي يستغل بشكل صحيح معدلات العائد المرتفعة على الاستثمارات طويلة الأجل. إذن، فالشكوك وعدم اليقين بكل أنواعه الذي يشوب القطاع الخاص، لن يختفي عبر تحرير أسعار الفائدة. لذلك، يرى المؤلف أهمية وجود الحكومة داخل القطاع المالي.

<sup>1</sup> Denizer. C., Desai. R. M and Gueorguiev. N. (1998). The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies, Policy Research Working Paper, n°2030, in Banque Mondiale (1997), *op. cit.*, p. 4.

<sup>2</sup> Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash, Journal of Development Economics, Vol 19, n°1-2, p. 20.

يعتبر أنصار الحفاظ على درجة معينة من الكبح المالي، أن إدخال ضوابط محددة على سير عمل الأسواق المالية، من المرجح أن يصحح الاختلالات التي يمكن أن يشهدها هذا النوع من الأسواق، وأن يخفض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات الراغبة في الاستثمار وخصوصا تحسين نوعية المقترضين بإقصاء المشروعات التي تمثل مخاطر مرتفعة. بالإضافة إلى ذلك، إذا ترجمت سياسة كبح مالي "مثلى" إلى خطط لتشجيع الصادرات، أو إلى سياسات قروض تفضيلية، فإنها يمكن أن تشجع وتسهل تحويل تدفقات رؤوس الأموال نحو القطاعات التكنولوجية ذات القيمة المضافة العالية (Stiglitz, 1989, 1994).

بالإضافة للجدل النظري، أجريت دراسات تجريبية بالموازاة مع ذلك، لأجل التصدي بتصريحات McKinnon and Shaw، من خلال عرض للحقائق الميدانية. على سبيل المثال، تؤكد أعمال Eichengreen and Leblang (2003) على دور الضوابط على حركات رؤوس الأموال وقدرتها على الحد من التأثيرات السلبية للأزمات الناجمة بالأساس عن التحرير المالي. يرى المؤلفان أن الضوابط تؤثر في الأداء الاقتصادي الكلي عبر قناتين: بشكل مباشر، عبر التأثير الإيجابي في تخصيص الموارد وكفاءة استخدامها، وبشكل غير مباشر، عبر الحد من آثارها المخلة بالتوازن في الداخل والتأكد من عدم انتشارها (تأثير العدوى). لما كانت هذه التأثيرات تمارس في اتجاهين متعاكسين، فإنه ليس من الغريب، من وجهة نظر الباحثين، عدم قدرة الدراسات التي أجريت على استخلاص ما إذا كانت تأثيرات هذه الضوابط تميل إلى هذا الجانب أو ذاك. علاوة على ذلك، التعرض للأزمات يختلف من بلد إلى آخر. كذلك، هيكل وأداء النظام المالي الدولي يختلف من فترة لأخرى. لذا فمن المتوقع أن نجد بأن الآثار المترتبة عن تحرير حساب رأس المال على النمو خاصة بذاتها (تختلف من بلد لآخر)، كما تعتمد على السياق الذي تمت فيه. باستخدام مجموعة من البيانات المقطعية، التي تخص 21 بلدا خلال الفترة 1880-1997، خلص الباحثان إلى

أن الأثر الصافي يعتمد على سياق محدد: فيكون إيجابيا في فترات عدم الاستقرار المالي، وسلبيا في غياب الأزمات<sup>1</sup>. ومع ذلك، يقوم الباحثان بتهدئة وجهة نظرهما باعتبار أن التحرير ليس "العنة"، وأن منافعه تفوق سلبياته، لما لا يشجع النظام المالي المحلي والنظام المالي الدولي على حدوث أزمات مكلفة ومدمرة، وعندما يتم تحقيق مستويات العتبات المطلوبة من التنمية المالية والمؤسسية\*.

### المبحث الثالث: التدرج والرقابة المالية كشرطين سابقين لعملية التحرير المالي

في الواقع، تسمح العولمة المالية بتخفيض تكاليف المعاملات الرأسمالية، وذلك من خلال زيادة سيولة الأسواق المالية. كما تسمح بتنويع المخاطر بالنسبة للمستثمرين الدوليين. ومع ذلك، لا تزال العولمة المالية بطبيعتها محفوفة بمخاطر عدم الاستقرار المالي. هذه المخاطر تزداد تفاقما في حال ما لم يتم استيفاء الشروط اللازمة من قبل الدول الراغبة في الاندماج داخل حركة العولمة المالية. من بين الآثار السلبية لهذه الظاهرة، نذكر صعود تأثيرات العدوى، بسبب ترابط الأنظمة المالية في جميع أنحاء العالم. على وجه التحديد، عندما يكون بلد ما ضحية هجمة مضاربية، فإن المستثمرين يسلكون ما يسمى بسلوك القطيع، ويترتب عن ذلك خروج هائل في رؤوس الأموال التي كانت مستثمرة في اقتصاد هذا البلد؛ مما يعجل حدوث أزمة صرف. نظرا لهذه الحقائق، تعتبر الحاجة إلى امتلاك نظام مالي سليم، قوي ومنظم، واحدة من الشروط الأكثر أهمية لتجنب الآثار السلبية للعولمة المالية.

<sup>1</sup> Eichengreen, B and Leblang, D. (2003). Capital Account Liberalization and Growth : Was Mr. Mahathir Right?, International Journal of Finance and Economics, Vol 8, n°3.

\* تمثل ضرورة تحقيق هذه العتبات المسبقة من التنمية حتى تتمكن البلاد النامية من جني منافع التحرير المالي، أساس المنظور الجديد للعولمة المالية الذي سيتم التطرق إليه بنوع من التوسع في الفصل الموالي من هذا البحث.

لما كان الانتقال إلى التحرير المالي الشامل -الذي يترجم بتحرير حساب رأس المال- يتميز بدرجة عالية من الخطورة، إذن ما الذي يشجع البلدان النامية على تبني هذا النهج؟ هذا السؤال ينطبق بشكل خاص على حالة الجزائر، التي لم تمتلك بعد نظاما ماليا سليما وقويا، قادر على التطور في بيئة من التحرير المالي الشامل.

يمكن تفسير هذه الإرادة نحو التحرير المالي من خلال الضغوط التي تمارسها المؤسسات المالية الدولية على مجموع البلاد النامية، على أمل تحويلها نحو منطق العولمة، ذاهبة إلى غاية تطبيق مبدأ المشروعية عليها عند منحها القروض أو المساعدات. لغرض الوقاية من المخاطر التي تحملها العولمة المالية في طبيعتها، يقترح (1999) Jacquet عملية تدريجية تأتي على مراحل وليس مسألة "الكل أو لا شيء"<sup>1</sup>. يدعو المؤلف في مرحلة أولى إلى وضع سياسة للرقابة على رؤوس الأموال، لتمهيد الطريق أمام الانتقال إلى تحرير حساب رأس المال، مع محاولة إحراز تقدم في مجال السيطرة على المخاطر، التنظيم والاشراف.

يدعو (2000) Plihon من جانبه إلى العمل على مراحل في مسألة التحرير المالي، لضمان الاستقرار والتسلسل أو التدرج (sequencing) لبرامج الإصلاح وإعادة الهيكلة. الهدف من ذلك هو تجنب الحوادث المؤسفة التي شهدتها العديد من الدول الناشئة (جنوب شرق آسيا بين عامي 1997 و 1998، روسيا والبرازيل عام 1998، الأرجنتين في 2001، ...)، والتي وقعت في أزمات مالية خطيرة بعد عملية تحرير مالي عنيفة ومبكرة وغير مسيطر عليها بشكل جيد، لحساب رأس المال. يؤكد المؤلف على ضرورة توفر شرطين مسبقين قبل فتح النظام المالي أمام المنافسة الدولية، وهما:

<sup>1</sup> Jacquet, P. (1999). Deux décennies de mondialisation financière, Politique Etrangère, n°3, p. 8.

- نظام مالي قوي قادر على مواجهة المنافسة الدولية؛
- سلطات إشراف ورقابة مؤهلة (غير فاسدة)، فضلا عن توفر أنظمة فعالة للرقابة على المخاطر، قبل استقبال رؤوس الأموال الأجنبية.

## 1. التدرج في عملية التحرير المالي الشامل

مع مرور الزمن، أصبح هناك توافق بين الاقتصاديين حول تجنب الاختلالات المالية الكبيرة في المقام الأول، والوصول إلى مستوى عتبة معينة من الاستقرار الاقتصادي الكلي أثناء عملية الإصلاح. كما أن معظم الاقتصاديين متفقون على أنه لا ينبغي تحرير حساب رأس المال (capital account) إلا بعد التأكد من أن القطاع المالي المحلي قد تم إصلاحه بما فيه الكفاية، وأنه قد تم تحرير السلع والخدمات (الحساب الجاري). يجادل McKinnon and (1991)<sup>1</sup> ; McKinnon (1997)<sup>2</sup> أنه بسبب الخطر الأخلاقي المرتبط بالقطاع المالي، ينبغي أن يترك تحرير حساب رأس المال إلى المرحلة الأخيرة من عملية الإصلاح.

خلال سنوات التسعينات، اشترط الكثير من المؤلفين أنه حتى تكون عملية التدرج في التحرير المالي ناجحة، فإنه لا بد من وجود نظام مصرفي سليم، هذا بافتراض توفر هيئات رقابة وإشراف فاعلة، قبل رفع الحواجز عن حركة رؤوس الأموال. في أعقاب أزمتي المكسيك وجنوب شرق آسيا، أصبح الاقتصاديون يولون اهتماما خاصا، منذ بداية عمليات الإصلاح، بمسألة توفر نظام (هيئة) إشراف ورقابة مصرفية. أشار Calvo (1998) إلى أن المشكلة تتمثل في أنه مع غياب مثل هذه الهيئة، فإن المصارف سوف تشارك في عملية وساطة تتعلق بتدفقات رؤوس أموال غير

<sup>1</sup> McKinnon, R. I. (1991). The Order of Economic Liberalization : Financial Control in the Transition to a Market Economy, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

<sup>2</sup> McKinnon, R. I. and Pill, H. (1997). Credible Economic Liberalizations and Overborrowing, American Economic Review, Vol 87, n° 2.

نافعة (تدفقات رؤوس الأموال المضاربية قصيرة الأجل). هذا الصنف من الوساطة المصرفية يزيد

من احتمال وقوع أزمات مالية نظامية ; (Dornbusch, 1998 ; Kaminsky and Reinhart, 1999).

تكن أهمية التدرج في منع وقوع الأزمات داخل البلدان الراغبة في فتح حدودها المالية.

باختيارها رفع القيود على المعاملات الرأسمالية بصورة سريعة، قبل إصلاح بعض الجوانب المتعلقة

بالاقتصاد والنظام المالي المحلي، يمكن أن تعجل البلدان المعنية بحدوث أزمة مالية إلى جانب

أزمة صرف. وعليه، تتمثل المراحل الواجب احترامها قبل الشروع في عملية التحرير المالي الشامل

في النقاط التالية:

- إصلاح القطاع المالي المحلي؛
- انتهاج سياسة اقتصادية كلية سليمة تضمن الاستقرار الاقتصادي (السياسة النقدية، السياسة المالية وسياسة الصرف)؛
- تحرير الحساب الجاري؛
- تعزيز التنظيم المالي الخاص بالإشراف والرقابة التحوطية على النظام المالي؛
- الحاجة إلى وجود نظام قانوني وقضائي ملائم لتسهيل الانتقال إلى التحرير المالي الكامل. هذا الأمر يعني إعداد بيئة مؤسسية وسياسية ملائمة للتعامل مع مخاطر حركة رؤوس الأموال الدولية.

الاقتصاديات التي تتجه مباشرة نحو تحرير حساب رأس المال دون أن تتأكد مسبقاً من

تحقيق هذه الشروط، يمكن أن تواجه أزمات مالية على نطاق واسع. لذلك يجب أن تتحرر تدريجياً،

مع الحفاظ على الجهود الضرورية لمواصلة الإصلاحات الداخلية على الصعيدين الاقتصادي

والمالي. حتى بالنسبة للدول الصناعية التي تمتلك أنظمة مصرفية قوية وهيئات رقابة فاعلة، يمكن

لرفع القيود عن تدفقات رؤوس الأموال التي تمر عبر النظام المصرفي أن تكون ضارة ومخلة بالاستقرار. يوصي<sup>1</sup> (Eichengreen and Mussa, 1998) الدول التي ترغب في الانفتاح بأن تبدأ بتحرير تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل، وفي هذه الحالة يقصد المؤلفان تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة (FDI). هذه التدفقات طويلة الأجل تعتبر أقل عرضة لعمليات السحب المفاجئة التي تهدد استقرار القطاع المالي برمته. إن نقل الملكية لفائدة المستثمرين الأجانب يولد منافع عدة للاقتصاد. من بين الفوائد الأكثر شهرة المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات طويلة الأجل يمكن ذكر: نقل التكنولوجيا والمهارات الإدارية. وبالمثل، فإن تقلبات FDI لا تحدث نفس المشكلات كما هو الحال بالنسبة للتدفقات قصيرة الأجل التي عادة ما تكون استثمارات محفظة. لهذا السبب يعتقد المؤلفان بأن تحرير تدفقات FDI يجب أن يظهر باعتباره عنصرا جاذبا لبرنامج تحرير واسع.

من المهم أيضا ملاحظة أنه بقدر ما تعتبر الخطوات التي تسبق عملية التحرير المالي التام ضرورية، تعتبر الخطوة الأخيرة المتمثلة في تحرير حساب رأس المال، الأكثر خطورة. باتباع نهج يتميز بالحذر والتدرج والتنظيم، يمكن لعملية تحرير حساب رأس المال التي تعتبر جزءا من سياسة تحريرية أكثر اتساعا، أن تكون نافعة في ظل توفر ظروف معينة.

يمكن أن ننطلق من التمييز بين صنفين من التحرير المالي: التحرير المالي الداخلي، والتحرير المالي الخارجي.

<sup>1</sup> Eichengreen, B. and Mussa, M. (1998). Capital Account Liberalization and the IMF, Finance and Development, Vol. 35, n°. 4, December, p. 19.

## 1.1. التمييز بين التحرير المالي الداخلي والخارجي

تركزت النقاشات الأولية بخصوص تدرج الإصلاحات حول ترتيب عملية التحرير، بين تحرير الحساب الجاري وتحرير حساب رأس المال. يرى McKinnon أن فتح حساب رأس المال، الذي يتمثل في رفع الضوابط عن رؤوس الأموال، يجب أن يتم بعد القيام بتحرير مبادلات السلع والخدمات، ويعتقد ذات المؤلف أنه إذا حدث العكس، فإن تدفقات رؤوس الأموال الواردة سوف تعمل على رفع سعر صرف العملة المحلية (زيادة الطلب عليها) الأمر الذي يؤدي إلى تدهور رصيد الحساب الجاري (فقدان الميزة التنافسية السعرية). سوف نقوم الآن بتقديم تعريف لهذين الصنفين من التحرير وفقا لما أتت به الأدبيات الاقتصادية.

### 1.1.1. التحرير المالي الداخلي

يتمثل التحرير المالي الداخلي كما توضحه الأدبيات، في إزالة كافة صور تدخلات الحكومة في عمل الأنظمة المالية. بحيث تترك المجال أمام آليات السوق لتحديد الأطراف التي تستفيد من الائتمان بأي سعر.

يدافع أنصار التحرير المالي الداخلي عن الفكرة القائلة بأن التدخل الحكومي يعتبر مضرًا بالسير الحسن للأنظمة المالية، لذا يرون في إحلال السوق مكان الدولة خيارًا جيدًا، لأنه المؤسسة الوحيدة القادرة على ضمان تحقيق تخصيص أمثل للموارد<sup>1</sup> (Cobham, 2002). في مقابل ذلك، يرى<sup>2</sup> Emran and Stiglitz (2007) أن التدخل الحكومي في سير عمل النظام المالي يمكن أن

<sup>1</sup> Cobham, A. (2002). Capital Account Liberalisation and Poverty, Queen Elizabeth House Working Papers, n°70, p. 15.

<sup>2</sup> Emran, M. S. and Stiglitz, J. E. (2007). Financial Liberalization, Financial Restraint, and Entrepreneurial Development, Institute for International Economic Policy Working Paper Series, Elliott School of International Affairs, The George Washington University, p. 1.

يعتبر حلاً لمشكلة عدم تماثل المعلومات، يصنف كخيار ثانٍ. في الواقع، يجادل دعاة التحرير بأن المعلومة داخل الأسواق المالية تتميز بالكفاءة، كما أن تكلفة الحصول عليها معدومة (أي أنها متوفرة لكافة المتعاملين دون مقابل). إلا أنه في الواقع، يعتبر عدم تماثل المعلومة السمة الرئيسية للأسواق المالية، كما أن تدخل الحكومات يسجل في خانة تصحيح هذا الشذوذ. لهذا السبب تم اعتبار التدخل الحكومي كخيار ثانٍ. أما بالنسبة لمراحل التحرير المالي الداخلي فهي<sup>1</sup>:

- تحرير أسعار الفائدة؛
- تطوير أدوات للتدخل غير المباشر من قبل المصارف المركزية على مستوى السوق النقدية؛
- ضمان تنمية القطاع المصرفي (إصلاح التنظيم الانتقائي للقروض، إعادة هيكلة وإعادة رسملة المؤسسات المالية التي تواجه صعوبات)؛
- ضمان تنمية الأسواق ما بين المصارف، من خلال إصلاح أنظمة التسوية بين المصارف؛
- ضمان تنمية أسواق رؤوس الأموال طويلة الأجل؛
- ضمان تنمية أسواق الصرف.

وفقاً لمقاربة التدرج في التحرير المالي، من المرجح أن يتسبب انعدام التنسيق بين التحرير المالي الداخلي والتحرير المالي الخارجي في خلق تشوهات، وتحفيز تدفقات رؤوس الأموال التي لا تعتمد على أساسيات الاقتصاد. يمكن تشبيه هذه الحالة "بدعوة" للحركات المضاربية، التي تعتبر مصدراً لعدم استقرار النظام الاقتصادي<sup>2</sup>. في نفس الوقت، هنالك أسباب وجيهة لتنسيق

<sup>1</sup> Johnston, B. R. and Sundararajan, V (eds). (1999). Sequencing Financial Sector Reforms : Country Experiences and Issues, International Monetary Fund, Washington, in Nsouli, S. M., Rached, M. and Funke, N. (2002). The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms : Issues and Guidelines for Policymakers, IMF Working Papers, n°132, p. 19.

<sup>2</sup> Johnston, B. R., Darbar, S. M and Echeverria, C. (1997). Sequencing Capital Account Liberalization : Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand, IMF Working Paper, n°157, p.11.

تحرير الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع الإصلاحات التي تستهدف القطاع الحقيقي للاقتصاد وإمكانية التصدير للبلاد.

### 2.1.1. التحرير المالي الخارجي

يتمثل تحرير حركات رؤوس الأموال في القضاء على كافة القيود المفروضة على المعاملات الرأسمالية. يمكن أن يتمثل أيضا في إزالة القيود المفروضة على المعاملات المالية الدولية للمقيمين، بالإضافة إلى استثمارات غير المقيمين داخل البلد. ينطبق هذا التحرير على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة كما على الصادرة<sup>1</sup>. يمكننا كذلك اعتماد التعريف الذي قدمه البنك المركزي الهندي في تقريره لعام 2006:

*« CAC (Capital Account Convertibility) refers to the freedom to convert local financial assets into foreign financial assets and vice versa. It is associated with changes of ownership in foreign/domestic financial assets and liabilities and embodies the creation and liquidation of claims on, or by, the rest of the world. CAC can be, and is, coexistent with restrictions other than on external payments »<sup>2</sup>.*

اعتبر التقرير أن تحويل حساب رأس المال يتمثل في حرية تحويل الأصول المالية المحلية إلى أصول مالية أجنبية والعكس بالعكس، وفقا لأسعار الصرف التي يحددها السوق. كما يترافق مع تغيير في ملكية الأصول والخصوم المالية الأجنبية (أو المحلية) ويجسد خلق وتصفية ديون تجاه، أو على، بقية العالم. يمكن لتحرير حساب رأس المال أن يتعايش مع قيود أخرى غير تلك المفروضة على المدفوعات الخارجية. وهكذا، فإن الانتقال نحو تحرير مالي كامل (full financial liberalization)، يقابل تحريرا لحركات رؤوس الأموال، لا يتعارض مع وجود مستوى معين من الرقابة والقيود الاحترازية، لضمان الاستقرار الاقتصادي الكلي للبلد. هذا الأمر يمثل اعترافا لصالح

<sup>1</sup> Cobham, A. (2002). *op. cit.*, p. 15.

<sup>2</sup> Reserve Bank of India. (2006). Report of the Committee on Fuller Capital Account Convertibility, Mumbai, p. 6.

التدرج في نهج التحرير المالي الكامل. على الرغم من كونها مرحلة صعبة، تمنح عملية التحرير الخارجي للبلدان النامية مزايا اقتصادية كبيرة، شريطة أن تكون منظمة ومؤطرة بشكل جيد. يمكننا كذلك تلخيص الاختلافات بين أصناف التحرير المالي، بالاستناد إلى المعايير التي اختارها (Kaminsky and Schmukler, 2008).

### الجدول 1.1. معايير تحديد أصناف التحرير المالي

حساب رأس المال	
معايير التحرير المالي الكامل	
<p>تتمتع المصارف والمؤسسات بحرية الاقتراض من الخارج. تكون في بعض الأحيان مطالبة بإبلاغ السلطات، لكن التصريحات تمنح تقريبا بطريقة آلية. يمكن الإبقاء على نظام الاحتياطات الإلزامية، لكن شريطة تطبيق معدل لا يزيد عن 10%. تاريخ الاستحقاق الأدنى المفروض على القروض المتعاقد عليها بين المصارف والمؤسسات المحلية من جهة والخارج من جهة أخرى، لا يقل عن السنتين.</p> <p>و</p> <p>لا توجد أسعار صرف خاصة بالمعاملات الجارية، ولا بالنسبة لمعاملات حساب رأس المال. ليست هناك أية قيود على خروج رؤوس الأموال.</p>	<p>قدرة المصارف والمؤسسات على الاقتراض من الخارج</p> <p>وجود أسعار صرف متعددة بالإضافة إلى قيود أخرى</p>
معايير التحرير المالي الجزئي	
<p>يسمح للمصارف والمؤسسات بالاقتراض من الخارج لكنها لا تزال خاضعة لبعض القيود. يتراوح حجم الاحتياطات الإلزامية بين 10 إلى 50%. يمكن أن يتراوح الحد الأدنى لتاريخ استحقاق القروض بين 2 إلى 5 سنوات. قد يكون هناك رفض لبعض طلبات القروض، كما يمكن أن تفرض بعض القيود على قطاعات معينة.</p> <p>أو</p> <p>هناك أسعار صرف خاصة بالمعاملات الجارية والرأسمالية كذلك. قد تكون هناك بعض القيود</p>	<p>قدرة المصارف والمؤسسات على الاقتراض من الخارج</p> <p>وجود أسعار صرف متعددة بالإضافة إلى قيود أخرى</p>

المفروضة على حركات خروج رؤوس الأموال.	
<b>معايير غياب التحرير المالي</b>	
بالأساس المصارف والمؤسسات ممنوعة من الاقتراض من الخارج. يمكن أن تتجاوز الاحتياطات الاجبارية نسبة 50%. يمكن أن يتجاوز تاريخ الاستحقاق الأدنى المفروض على القروض مدة 5 سنوات. يمكن أن توجد حالات رفض تتعلق بالقروض، كما أن هناك قيودا ثقيلة مفروضة على قطاعات بعينها. أو هناك أسعار صرف خاصة بالمعاملات الجارية والرأسمالية كذلك. هناك قيود مفروضة على حركات خروج رؤوس الأموال.	قدرة المصارف والمؤسسات على الاقتراض من الخارج  وجود أسعار صرف متعددة بالإضافة إلى قيود أخرى

<b>القطاع المالي المحلي</b>	
<b>معايير التحرير المالي الكامل</b>	
لا توجد رقابة على أسعار الفائدة (لا توجد حدود عليا ولا دنيا لأسعار الفائدة). و لا توجد رقابة على القروض (في مقابل ذلك، هناك امكانية دعم بعض القطاعات أو القيام بعملية تخصيص مستهدفة للقروض). يسمح بوجود ودائع بعملات أجنبية.	أسعار الفائدة الدائنة والمدينة  مؤشرات أخرى
<b>معايير التحرير المالي الجزئي</b>	
هناك رقابة على أسعار الفائدة الدائنة أكثر من المدينة (امكانية وجود حدود عليا أو دنيا لأسعار الفائدة). و قد تكون هناك رقابة على توزيع الائتمان، كما أنه يمكن رفض وجود الودائع بالعملات الأجنبية.	أسعار الفائدة الدائنة والمدينة  مؤشرات أخرى
<b>معايير غياب التحرير المالي</b>	
هناك رقابة على أسعار الفائدة الدائنة أكثر من المدينة (امكانية وجود حدود عليا أو دنيا لأسعار الفائدة).	أسعار الفائدة الدائنة والمدينة

<p>و هناك دائما ضوابط مفروضة على نشاط توزيع القروض، كما أن الودائع بالعملة الأجنبية مرفوضة بصفة رسمية.</p>	
<b>السوق المالي</b>	
<b>معايير التحرير المالي الكامل</b>	
<p>يمكن للمستثمرين الأجانب تملك أوراق مالية محلية من دون أية قيود. و يمكن تحويل رؤوس الأموال، حصص الأرباح والفوائد إلى الخارج دون أي قيد بعد عامين (02) من الاستثمار.</p>	<p><b>حق الاستحواذ من قبل المستثمرين الأجانب</b>  إمكانية تحويل الأجانب لرؤوس الأموال، حصص الأرباح والفوائد إلى بلدانهم الأصلية</p>
<b>معايير التحرير المالي الجزئي</b>	
<p>لدى المستثمرين الأجانب فرصة تملك نسبة 49% من رأس مال كل مؤسسة وطنية. قد تكون هناك قيود مفروضة على المساهمة في قطاعات معينة. قد تكون هناك طرق غير مباشرة للمستثمرين الأجانب تمكنهم من الاستثمار في أسواق المال المحلية. أو يمكن تحويل رؤوس الأموال، حصص الأرباح والفوائد إلى الخارج، لكن ليس قبل سنتين (02) ولا بعد خمس (05) سنوات من تاريخ انجاز الاستثمار.</p>	<p><b>حق الاستحواذ من قبل المستثمرين الأجانب</b>  إمكانية تحويل الأجانب لرؤوس الأموال، حصص الأرباح والفوائد إلى بلدانهم الأصلية</p>
<b>معايير غياب التحرير المالي</b>	
<p>لا يملك المستثمرون الأجانب الحق في تملك أوراق مالية محلية. أو يمكن تحويل رؤوس الأموال، حصص الأرباح والفوائد إلى الخارج، ولكن ليس قبل خمس (05) سنوات من تاريخ انجاز الاستثمار الأولي.</p>	<p><b>حق الاستحواذ من قبل المستثمرين الأجانب</b></p>

Source : Kaminsky, G. and Schmukler, S. (2008). Short-Run Pain, Long-Run Gain : Financial Liberalization and Stock Market Cycles, Review of Finance, Vol 12, n°2, pp. 286-287.

إن التمييز بين طبيعة تدفقات رؤوس الأموال لا تقل أهمية عن التمييز بين أصناف التحرير. يمكن لتدفقات رؤوس الأموال الدولية أن تأخذ صورة استثمارات أجنبية مباشرة، قروض وسلفات مصرفية، سندات أو أسهم، وقيم منقولة أخرى. وبالتالي تبقى الاستثمارات الأجنبية المباشرة هي الأكثر تفضيلاً كونها تتميز بالاستقرار النسبي مقارنة بأصناف التدفقات الرأسمالية الأخرى.

## 2. الإصلاحات الضرورية والسياسات السابقة للتحرير المالي

يرتبط تحقيق المنافع المذكورة للتحرير المالي بوجود بيئة مواتية، فضلاً عن تحقق شروط مسبقة، من دونها يمكن أن يؤدي فتح حساب رأس المال إلى عدم استقرار اقتصادي كلي وإلى حدوث أزمات. من المهم، خاصة بالنسبة للبلدان النامية، معرفة أن تحول من هذا النوع يتطلب تغييرات عميقة في العديد من الميادين المتعلقة بالأنشطة الأكثر حيوية في الاقتصاد. وبالتالي فإنه من الضروري تحليل الشروط المسبقة والتسلسل في الإصلاحات قبل وضع روزنامة وتحديد السرعة التي سيتم على أساسها الانفتاح المالي.

### 1.2. الانفتاح المتسلسل للحساب الجاري وحساب رأس المال

يدعو كل من McKinnon (1973)<sup>3</sup>; Frankel (1982)<sup>2</sup>; Edwards (1984)<sup>1</sup> للترجح في عملية التحرير، وذلك من خلال فتح الحساب الجاري، وفي ذات الوقت القيام بإصلاح النظام المالي المحلي (التحرير المالي الداخلي) كخطوة أولى. تتمثل الخطوة الثانية في تحرير حساب رأس المال (التحرير المالي الخارجي)، لأنها الخطوة الأكثر حساسية، بحكم أنها تتطلب المزيد من

<sup>1</sup> Edwards, S. (1984). The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries, Princeton Essays in International Finance, n°156, Princeton.

<sup>2</sup> Frankel, J. A. (1982). The Order of Economic Liberalization : A Comment, in Brunner, K. and Meltzer, A. (eds) : Economic Policy in a World of Change, Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy, North Holland, Amsterdam.

<sup>3</sup> Mckinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development, The Brookings Institution, Washington, D.C.

الاهتمام والحد. يرى (McKinnon 1982) أنه إذا تم عكس هذا الترتيب في عملية التحرير، فإنه سيكون هناك تدفق كبير في رؤوس الأموال، والذي يتسبب في ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، وبالتالي يعيق انفتاح الحساب الجاري. يتشاطر (Hanson 1994) الرأي مع McKinnon، ويشير إلى أن الاستقرار الاقتصادي الكلي، والتحرير المالي الداخلي إلى درجة معينة، يعتبران شرطان لازمان لتحرير حركات رؤوس الأموال. في الاتجاه المعاكس لهذه الأفكار، تم تقديم طروحات من طرف (Little et al. (1970) ; Michaely (1986) and Krueger (1984) تنادي بالتحرير الآتي للحساب الجاري وحساب رأس المال<sup>1</sup>.

منذ أن وقعت البلدان النامية على المادة الثامنة\* VIII من الاتفاقيات مع صندوق النقد الدولي، أصبحت اشكالية التدرج بين تحرير الحساب الجاري وحساب رأس المال، تتطلب مزيداً من الدقة في ما يخص الفترة الزمنية التي يجب أن تنقضي بين نوعي التحرير. كذلك، يتطلب التوقيع على هذه الاتفاقيات دراسة للقيود التي يتوجب فرضها على عمليات الحساب الجاري، لتجنب هروب رؤوس الأموال خلال المرحلة الانتقالية، التي تسبق التحرير المالي الكامل. في الواقع، يميل المتعاملون المقيمون إلى "تمويه" عمليات تابعة لحساب رأس المال، وتميرها على أنها عمليات تابعة للحساب الجاري، والاستفادة من تحرير هذا الأخير.

يمكن أن يقود تحرير الحساب الجاري إلى تحرير فعلي (*de facto*) لحساب رأس المال. وجد (Kimey et al. (1997) ; Kasekende et al. (1998) بالنسبة لحالة أوغندا وتنزانيا، أنه كان هناك هروب كبير لرؤوس الأموال عبر عمليات تعود للحساب الجاري. نفس الأمر توصل إليه

<sup>1</sup> Schneider, B. (2001). Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries, Development Policy Review, Vol 19, n°1, p. 37.

\* تنص المادة VIII لصندوق النقد الدولي بشكل عام على ضرورة احترام الدول الأعضاء لمبادئ عدم اللجوء لفرض القيود على المدفوعات الجارية، عدم اللجوء للممارسات المالية التمييزية، قابلية تحويل الأصول المملوكة للدول الأعضاء الأخرى، الكشف عن المعلومات الداخلية الضرورية لسير عمل الصندوق، المشاورات بين الدول الأعضاء في ما يتعلق بالاتفاقيات الدولية السارية، والزامية التعاون بشأن السياسات المتعلقة بالأصول الاحتياطية.

(1997) Kahn and Leape بالنسبة إلى جنوب إفريقيا. الأمر الذي يفسر اللجوء إلى فرض بعض القيود على عمليات الحساب الجاري من قبل بعض البلدان النامية، حتى بعد التوقيع على المادة الثامنة مع صندوق النقد الدولي. على سبيل المثال، حافظت الهند على بعض القيود حتى بعد تحرير الحساب الجاري، لمنع المتعاملين الاقتصاديين المقيمين من استخدام هذا التحرير، لتمير عمليات تعود لحساب رأس المال.

علاوة على ذلك، يعتبر (2001) Schneider أن قرار تحرير حساب رأس المال بسبب الضغط الممارس عن طريق فتح الحساب الجاري، إستراتيجية سيئة. ويشير إلى تجربة البلدان التي تبنت خيار التحرير، ويؤكد على أهمية إعادة هيكلة القطاع المالي قبل التحرير. هذا ما نعنيه بالتحرير المالي الداخلي الذي يجب أن يسبق التحرير المالي الخارجي. لما كانت شروط التحويل الكامل لحساب رأس المال صارمة جداً، فإن هذا التحرير لا بد من أن يتم على مراحل. وعليه، سوف نعرض في الفقرات الموالية الشروط الضرورية التي يجب أن تصاحب الانتقال من التحرير المالي الداخلي إلى التحرير المالي الخارجي.

## 2.2. الشروط اللازمة لتحرير منظم لحساب رأس المال

يرى (1998) Dornbusch أن النقاش الذي أثاره McKinnon حول نظام تحرير الحساب الجاري وحساب رأس المال، كان يفتقر لعنصر هيكلي. إذ يرى المؤلف أن McKinnon لم يذكر بأن كلا النوعين من الانفتاح يتطلبان عمليات إعادة هيكلة تسبقهما وترافقهما بعد ذلك. إن فتح الحساب الجاري يتطلب إعادة هيكلة للقطاع الصناعي، في حين أن تحويل حساب رأس المال يتطلب إعادة هيكلة للقطاع المالي.

لا يتوقف النقاش الدائر حول الانفتاح التدريجي للحساب الجاري وحساب رأس المال، عند الترتيب الذي ينبغي أن يتم به تحرير هاذين الحسابين، لكنه يمتد إلى مجالات وقطاعات اقتصادية أخرى. في الواقع، هناك إجماع داخل الأدبيات الاقتصادية حول مدى أهمية ضمان الاستقرار الاقتصادي الكلي، اصلاح واستقرار القطاع المالي المحلي منذ بداية عملية الاصلاح.

يرى (Johnston *et al.* (1999) أن التدرج في تحرير الحسابين التابعين لميزان المدفوعات على درجة عالية من التعقيد، بحيث يوجد خطر أن تكون التوصيات والتعليمات الواجب اتباعها مضللة ولا تؤدي إلى هدف الاستقرار المسطر. يتفق المؤلفون مع فكرة أن الأمر لا يتعلق بمسألة ترتيب عملية التحرير، وإنما بسلسلة من الاصلاحات التي يتعين تنفيذها لضمان نجاح التحرير المالي الكامل. في السياق ذاته ، يؤكد (Tarapore (1998) ; The Central Bank of India (1997) على ضرورة وجود مقارنة متكاملة لتحرير حساب رأس المال، وإصلاح القطاع المالي. يرى المؤلفون أنه من الضار، بل ومن الخاطئ أن يتم التمييز بين المقاربة الحكومية لرفع القيود عن حساب رأس المال من جهة، ومقاربة تنظيم وتنمية البنية التحتية المالية من جهة أخرى. ينبغي أن تتم معاملة تحرير حركات رؤوس الأموال على أنها جزء لا يتجزأ من برنامج واسع من الاصلاحات الاقتصادية<sup>1</sup>. لهذا السبب سوف نعمل في ما يلي، إلى عرض أهمية التنظيم والاشراف على النظام المالي كجزء من برنامج التحرير المالي التدريجي.

### 3. الرقابة والإشراف على النظام المالي

يرى (Ruimy (2006) أن العولمة المالية، رفع القيود عن الأنشطة المصرفية، ظهور منتجات مالية جديدة عالية التعقيد أحيانا وصعود نمط التمويل المباشر بقوة، كلها عوامل رفعت من

<sup>1</sup> Johnston, B., Darbar, S and Echeverria, C. (1997). *op. cit.*, p. 6.

عدم اليقين وفرضت تجديدا في أساليب تدخل السلطات العمومية على مستوى القطاع المالي. ومع ذلك، فإن مسألة الاشراف المالي ليست بالجديدة. في الواقع، منذ أواخر الثمانينات، تميزت الدائرة المالية بحدوث أزمات في كل من آسيا وأمريكا اللاتينية. وفي الآونة الأخيرة، أزمة الرهون العقارية، والفضائح المالية التي أدت إلى فقدان الثقة في الأعوان الاقتصاديين (قضية برنارد مادوف « Bernard Madoff »، الشركة العامة « Société Générale »، ...) انتهت بإعادة مسألة الإشراف المالي إلى الواجهة<sup>1</sup>. لنبدأ أولا بتقديم تعريف دقيق للرقابة المالية، قبل تقديم الدوافع، بالإضافة إلى بنية الأنظمة المرتبطة بهذا المفهوم.

### 1.3. ماهية الرقابة المالية

بحسب (Ruimy 2006) تعني المصطلحات: الاشراف (supervision)، الرقابة (surveillance)، المراقبة (contrôle)، ذات الشيء ألا وهو التنظيم أو الضبط\* (régulation). لهذا السبب نجد في الأدبيات الاقتصادية عبارات مثل الاشراف المصرفي (supervision bancaire)، الرقابة على أنظمة الدفع (surveillance des systèmes de paiement)، أو تنظيم الأسواق المالية (régulation des marchés financiers). يسعى التنظيم في أنشطة معينة (مصارف، تأمينات، أسواق مالية) إلى وضع قواعد أو حتى فرض عقوبات بالاستعانة بالسلطات القانونية المتخصصة. ينقسم التنظيم المالي (régulation financière) إلى ثلاثة مستويات من التدخل :

- الاشراف، الحيطة والحذر (supervision prudentielle): يتمثل في ضمان احترام التوازنات الكبرى من قبل المتعاملين؛

- التنظيم (réglementation): يتمثل في تحديد قواعد سير عمل المتعاملين وانجاز العمليات؛

<sup>1</sup> Ruimy, M. (2006). Panorama du système financier : La régulation financière , Cahiers français, n°331, p. 34.

\* سوف نستخدم في هذا البحث مصطلحي التنظيم و الضبط بالتبادل، بحيث لا نميز بينهما، ونريد في كل مرة المعنى ذاته.

- المراقبة (contrôle): تتمثل في الرقابة المسبقة أو اللاحقة للمنظمات والعمليات.

### 2.3. دوافع وجود الضبط المالي

يهدف ضبط النظام المالي (la régulation du système financier) إلى ضمان حماية المتعاملين داخل النظام، وضع وضمان احترام قواعد المنافسة. كما تضيف خصوصية الأنشطة المالية دافعين آخرين: المخاطر النظامية التي يحدثها حجم المبادلات والمكانة الاستراتيجية لهذا القطاع في الاقتصاد. داخل القطاع المصرفي، يحظى التنظيم المالي بأهمية إضافية بسبب وجود مشكلتين أساسيتين: عدم تماثل المعلومة (l'asymétrie d'information) الذي يعاني منه صغار المودعين، والعوامل الخارجية السلبية (les externalités négatives).

#### أ. عدم تماثل المعلومات

تم التطرق إلى مفهوم عدم تماثل المعلومة لأول مرة من قبل (Akerlof (1970، حيث قام بتحليل نقص المعلومة (sous-information) بالنسبة لأحد الطرفين في عقد ما. في الواقع، الأفراد الذين يقومون بإبرام عقد للتمويل لا يكونون أبداً في حالة من التوازن المعلوماتي (équilibre informationnel). من ناحية، نجد أن المقترض يعرف خصائص مشروعه الاستثماري بالإضافة إلى قدراته على السداد. من ناحية أخرى، يعهد المقرض بمدخراته إلى المؤسسات المالية ويجهل إلى أين ستوجه أمواله. تتمثل مهمة الهيئات الرقابية في مواجهة الآثار السلبية لهذا النقص في السوق.

## ب. العوامل الخارجية السلبية

يمكن أن تنتقل حالات الافلاس المصرفية من مؤسسة إلى أخرى بسبب العدوى أو بسبب كثافة العلاقات بين المصارف. إذن فتأثير الافلاس لا يقتصر على المصرف المتضرر في البداية فقط. يتوجب على البنوك المركزية المكلفة بالإشراف والرقابة على المؤسسات المصرفية، أن تحد من نطاق انتشار الافلاس، حتى لا يصيب النظام برمته. يعتبر (Ruimy 2006) بأن الوقاية من هذا الخطر النظامي تمثل المبرر الثاني للتدخل الحكومي في القطاع المالي<sup>1</sup>. يعتقد Plihon (2006) أنه بالنظر إلى التكلفة العالية للأزمات النظامية، فإنه ينبغي تجنبها بأي ثمن. هذا هو الغرض من السياسات الوقائية من الأزمات. لقد تم إحراز تقدم كبير في هذا المجال منذ بدايات العولمة المالية في سنوات السبعينات. تعود الاسهامات الرئيسية في هذا المجال إلى أعمال لجنة بازل للرقابة المصرفية التي تأسست في عام 1974<sup>2</sup>.

عملت توصيات لجنة بازل، وخاصة من خلال اتفاق بازل للعام 1988، على دفع المصارف نحو تحسين طرقها في مجال إدارة المخاطر، كما سعت إلى تعميم هذه الإجراءات على كافة البلدان، لتلبية متطلبات العولمة المالية<sup>3</sup>.

### 3.3. بنية الأنظمة الرقابية

أدت التغيرات في سلوكيات الادخار، التطور التكنولوجي والابتكارات المالية إلى تغيير طبيعة العلاقة بين المدخرين والوسطاء الماليين. من جانب الطلب، أصبحت احتياجات المستثمرين الماليين أكثر وضوحاً بفضل تحسن نشر المعلومة ومفاضلة أكبر بين المنتجات المالية. من جانب

<sup>1</sup> Ruimy, M. (2006). *op. cit*, p. 35.

<sup>2</sup> لأجل نظرة أعمق حول المبادئ الأساسية لاتفاقية بازل أنظر: Banque des règlements internationaux. (2006). *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, p. 3.

<sup>3</sup> Plihon, D. (2006). *Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macroprudentiel*, Cahiers français, n°331, p. 88.

العرض، نجد أن الحركة الكبيرة نحو "اللاوساطة" (désintermédiation) قد أدت إلى جعل عدد كبير من المنتجات المالية قابلاً للتفاوض. على هذا النحو، قامت المؤسسات المالية بنهج سياسات تنوع، التخصيص في منح تمويلات معينة، ترشيد التكاليف. أدت هذه التحولات إلى تشكيل، إما تكتلات مالية (conglomérats financiers) عملاقة تقدم مجموعة واسعة من المنتجات المالية من خلال فروعها المتخصصة؛ أو كيانات صغيرة ذات درجة عالية من التخصيص والابتكار في مجالات دقيقة.

خلص Ruimy (2006) إلى أن ملاءة المصرف لا يمكن تقديرها بالنظر فقط إلى وظيفته

الاقراضية، كما أنه لا يمكن الحفاظ على نزاهة السوق من خلال الرقابة على البورصة فقط<sup>1</sup>.

في هذا السياق، إن كان صحيحاً أن هناك توجه نحو توحيد التنظيمات بحسب الأهداف والمبادئ المتعارف عليها دولياً، تبقى هناك فروقات كبيرة في بنية هذه الأنظمة. إن كل الأنظمة الوطنية المالية متجذرة في ثقافة، تاريخ، قانون وحتى الجانب الاجتماعي للبلد. هذا ما يفسر ويبرر الاختلافات في التنظيمات. في معظم البلدان، يتم الاشراف على المؤسسات كل على حده. لذلك يوجد في كل بلد، منظم يهتم بالمصارف (البنك المركزي)، مشرف مسؤول عن شركات التأمين، مشرف مسؤول عن مؤسسات الاستثمار ومشرف أو مجموعة من المشرفين على أسواق القيم المنقولة. هذا الأمر ينطوي على تعدد السلطات الاشرافية في كل بلد، والتي تجد نفسها أمام تكامل مختلف الأنشطة المصرفية، مدفوعة نحو التعاون في ما بينها.

اختارت بعض البلدان تطبيق هيكلية تتشكل من عمادتين (twin peaks regulation). تتكون

هذه الهيكلية، في جانب منها، من رقابة تحوطية على المستوى الكلي (surveillance

<sup>1</sup> Ruimy, M. (2006). *op. cit*, p. 36.

(macroprudentielle) ، والتي تهدف إلى تنظيم كامل القطاع لتجنب المخاطر النظامية، وذلك بالاعتماد على قواعد أو قرارات ذات طابع عام. تستكمل هذه الهيكلية من جهة أخرى عبر رقابة تحوطية على المستوى الجزئي (surveillance microprudentielle)، تهتم بكل متعامل مالي على انفراد. في هذا الصدد، قام Plihon (2006) بلفت الانتباه إلى حقيقة أنه في الآونة الأخيرة، أصبح هناك وعي متزايد بعدم كفاية الاشراف على المستوى الجزئي، حتى من قبل المؤسسات الدولية مثل صندوق النقد الدولي (IMF) أو بنك التسويات الدولية. لقد تم القبول على نطاق واسع للحاجة الملحة إلى وضع أجهزة تحوطية على المستوى الكلي من قبل هذه المؤسسات والمنظرين للتنظيم المالي. تهدف هذه الأجهزة إلى ضمان استقرار النظام المصرفي والمالي في بعده العالمي، وبالتالي، احتواء المخاطر ذات الطبيعة النظامية<sup>1</sup>. يقدم الجدول التالي كلا الشقين: الكلي والجزئي لتنظيم الحيطه، الذين يجب أن تقوم عليهما الوقاية الفعالة من المخاطر.

### الجدول 2.1. الجوانب الجزئية والكلية من تنظيم الحيطه والحذر

الحيطة والحذر على المستوى الاقتصادي الكلي	الحيطة والحذر على المستوى الاقتصادي الجزئي	
الحد من الأزمات التي تؤثر في النظام المالي برمته.	الحد من المخاطر التي قد تواجهها المؤسسات المالية كل على حده.	الهدف الأول
توقع توقيت المخاطر المشتركة التي يمكن أن تصيب عددا كبيرا من المؤسسات المالية.	تحديد مخاطر المؤسسات المالية في وقت معين.	الأسلوب المتبع
تجنب التكاليف المترتبة عن الأزمات المالية والمتضمنة للتراجع في مستويات النمو، والتأثيرات على الموازنة.	حماية المستهلك (مودع/مستثمر).	الهدف النهائي
عمليات داخلية: التفاعلات بين	صدمة خارجية عادة ما تكون ذات	نوع الخطر

<sup>1</sup> Plihon, D. (2006). *op. cit.*, p. 89.

المتعاملين (التقليد) وسلوكهم المساير للدورة (comportement procyclique) الذي يضخم من الاختلالات ويؤدي إلى أزمة مالية.	طابع يكشف عن نقاط ضعف في الإدارة الفردية للخطر.	
التوازن العام، الأخذ بعين الاعتبار للروابط بين المؤسسات ومعاملات الارتباط بين مخاطر الأسواق المختلفة.	التوازن الجزئي، النموذج النمطي لإدارة المحفظة.	النموذج المرجعي بالنسبة للإشراف
تتم بالاستناد إلى خطر الأزمة المالية الذي تواجهه مؤسسة مالية. مقاربة تنازلية: من الكلي إلى الجزئي.	تتم بالاستناد إلى الصدمات الذاتية في معظم الأحيان. مقارنة تصاعدية: من الجزئي إلى الكلي.	معايرة (calibrage) عمليات الرقابة التحوطية
نموذج عدم الاستقرار المالي المقدم من قبل (Minsky, 1982).	نماذج الذعر المصرفي المقدمة من قبل (Diamond et Dybvig, 1983).	المنظرون
الأزمات في أمريكا اللاتينية خلال سنوات الثمانينيات. الأزمات المصرفية التي ضربت دول الشمال (Nordic countries) في مطلع سنوات التسعينات. أزمات جنوب شرق آسيا (1997- 1998). الأزمة اليابانية (1993-2003).	مصرف (Herstatt) الألماني في العام 1974، بنك الاعتماد والتجارة الدولي (Bank of Credit and Commerce International) في العام 1990، مصرف "بارينغز" (Barings Bank) في العام 1994.	المرجعيات التاريخية

Source : Borio, C. (2003). Towards a Macroprudential Supervision and Regulation ?, BRI Document de travail, n°128, in Plihon, D. (2006). *op. cit.*, p. 89.

تمثل الضوابط على رأس المال بالإضافة إلى ضبط العمل المصرفي، مجموعة نهائية من

التدابير الرامية إلى التخفيف من تأثيرات المالية الدولية المخلة بالاستقرار. يؤكد (Plihon 2006)

على حقيقة أن الحصة الأكبر من التدفقات الرأسمالية الدولية تخضع في بعض الأحيان إلى نمط

مساير للدورة، إلا أنها تخضع في كثير من الأحيان لمنطقية مضاربية قد تخل باستقرار المصارف

والمؤسسات. إن تنظيم رؤوس الأموال يمكن أن يساعد في حماية الاقتصاديات من الأزمات

المالية. يعلمنا المثال الكوري والصيني خلال سنوات التسعينات، بأن هذه الأداة (التنظيم) يمكن أن تكون فعالة\*.

## المبحث الرابع: ممارسات الضبط المالي والرقابة على رؤوس الأموال

أدى تحرير الأسواق المالية والقطاعات المصرفية المحلية، والتخفيف من الضوابط وغيرها من القيود على نشاط الاقتراض والإقراض مع الوسطاء الماليين الأجانب، إلى ظهور مخاطر جديدة تترصد بالقطاعات المالية المحلية. من هنا تبرز أهمية وضع أنظمة للرقابة والضبط تتميز بالموثوقية لأجل التصدي لهذه المخاطر الملازمة للعولمة والترابط بين النظم المالية. يعتبر Schneider (2001) أنه في هذا السياق الجديد، لا تجد البلدان الوقت الكافي للتجاوب مع الاضطرابات ذات الطبيعة النظامية. هذا الأمر يميل إلى زيادة تبعيتها لدول أخرى، وإلى المنظمات المالية الدولية.

ومع ذلك، يبدو أن المؤسسات المالية الدولية وبخاصة IMF كانت قد أهملت مسألة الضبط المالي في برامجها الإصلاحية الموجهة للبلدان النامية. بالعودة إلى حالة دول أمريكا اللاتينية في أوائل سنوات الثمانينات، نجد أن الصندوق قد اعتبر بأن الأزمات التي ضربت هذه البلدان ترجع بالأساس إلى السياسات المالية التوسعية وإلى التساهل النقدي. إلا أنه في الحقيقة، نجد أن ضعف تنظيم القطاع المالي كان هو السبب. بدلا من ذلك، ذهب IMF إلى فرض ضغوطات للحد من رقابة هيئات الضبط المالي، حتى ظهور الأزمة الآسيوية التي أجبرته على تغيير سياساته<sup>1</sup>.

\* سنقوم في الفصل الثالث من هذا البحث بعرض أكثر تفصيلا للتجربتين الكورية الجنوبية والصينية.

<sup>1</sup> Stiglitz, J. E. (2002). La grande désillusion, Traduit par Chemla, P., Paris, Le livre de Poche, p. 142.

لما كان انفتاح حساب رأس المال يؤدي إلى تفاقم حالات فشل وضعف الوساطة المحلية، كما رأينا في أزمات تايلاند وإندونيسيا، نجد أن قواعد الحيطة والحذر تلعب دور حاجز يقف أمام مخاطر العولمة المالية. وبالتالي فإنه من الضروري لفت الانتباه إلى الحاجة نحو انشاء هياكل للتنظيم، الرقابة والإشراف لمرافقة الانتقال نحو التحرير المالي الكامل، بمجرد تحقيق كافة الشروط المسبقة.

## 1. تنفيذ عملية الضبط المالي

كثيرا ما تم الربط بين الضبط والإشراف المالي من جهة، ووجود وحتى أداء المصارف والأسواق المالية من جهة أخرى. أدت أهمية دور عملية الضبط إلى إجماع الاقتصاديين حول هذا الشأن، بالنظر إلى خصوصية القطاع المالي بالمقارنة مع القطاعات الاقتصادية الأخرى، حيث لم يكن هناك اعتراف في السابق بمدى أهمية مسألة الضبط المالي.

بعد تعريف مفهوم الضبط المالي، دوافعه وبنيته في الفقرات السابقة، سنعمد الآن إلى عرض تطبيق عملية الضبط وكيفية ممارستها على القطاع المالي، هذا بعد التعرض للمقاربات النظرية المختلفة المتعلقة بالدور الذي يجب أن تلعبه الدولة في إطار ممارسات عملية الضبط.

### 1.1 دور الدولة في التنظيم المالي

تمثلت نقطة الخلاف الوحيدة بين المنظرين حول ضرورة التنظيم المالي، في تحديد الدرجة المثلى من التدخل الحكومي في عمل الجهاز المالي. نجد في الأدبيات الاقتصادية، ثلاثة مقاربات تتعلق بالنقاش الدائر حول دور الحكومة في عملية الضبط والإشراف الماليين.

## أ. المقاربة الخاصة للضبط المالي

يدافع أنصار التيار الأول على ضرورة ترسيخ مبدأ التحرير، كما أنهم يؤمنون بفضائل السوق ومنافع "اليد الخفية". وفقا لهذه المقاربة، ليس للحكومة دور لكي تلعبه في إطار ضبط النظام المالي، فالأسواق تحل مكان الدولة لأجل ضمان الاشراف وفرض الانضباط على المؤسسات المالية. تعرضت هذه المقاربة للانتقاد إزاء حقيقة كون صغار المودعين يجدون أن تكلفة الرقابة على المؤسسات التي وضعوا فيها مدخراتهم مرتفعة، الأمر الذي يثبطهم (المودعين) عن ممارسة هذه الرقابة وبالتالي يشجع المصارف على اتخاذ مواقف محفوفة بالمخاطر بسبب غياب الاشراف. بالإضافة إلى ذلك، في البلدان التي تعاني من تخلف أسواق رأس المال، وعدم كفاية المعايير المحاسبية و أين تكون التشريعات المعمول بها غير مناسبة بشكل جيد، نجد أن الهياكل الاشرافية على المصارف لا يمكنها ممارسة مهماتها بشكل كامل. علاوة على ذلك، حتى بالنسبة للبلدان المتقدمة، يجعل عدم وضوح وتعقيد أنظمة عمل المصارف، أمر مراقبتها صعبا من قبل الهياكل الرقابية الخاصة. إن الاعتماد على الرقابة الخاصة للمصارف، يمكن أن يحدث إستغلالا مفرطا للموعين، فضلا عن ضعف في أداء المصارف.

وبالتالي، يمكن للحكومة أن تتصب نفسها بصفتها مشرفا منتدبا من قبل المودعين، بحيث تستغل اقتصاديات الحجم للحد من ارتفاع تكاليف البحث عن المعلومات<sup>1</sup>، ومن هنا تأتي المقاربة الثانية.

<sup>1</sup> Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2008). Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth, World Bank, Policy Research Working Paper, n°4469, p. 42.

## ب. المقاربة التدخلية للضبط المالي

ترمي هذه المقاربة بجذورها إلى وجهة نظر (Pigou 1983) ، بحيث أوضح أن وجود المؤثرات الخارجية السلبية وعدم تماثل المعلومات يبرران التدخل الحكومي للتخفيف من هذه الحالات الشاذة المتعلقة بسير عمل الأنظمة المالية. دافع (Gerschenkron 1962) كذلك عن فكرة أن الدولة يمكن أن تتغلب على إخفاقات الأسواق المالية والمصرفية، عبر استغلال العوامل الخارجية الايجابية والاستثمار في مشاريع مربحة اجتماعيا وذات أهمية استراتيجية. وفقا لهذا المنظور، تمتلك الحكومات معلومات أكثر موثوقة بالمقارنة مع بقية المتعاملين الاقتصاديين، فضلا عن الدوافع نحو تشجيع استثمارات اجتماعية-اقتصادية نافعة. وردت هذه الفكرة في وقت لاحق من قبل (Stigler 1971)، الذي دعى إلى مقارنة أكثر تدخلا للضبط، مع حكومة تلعب دور "اليد المساعدة" (helping hand)، بدلا من اليد الخفية. يستند هذا الرأي على افتراضين رئيسيين: لدى الحكومة دراية أكثر من الأسواق<sup>1</sup>، ولذلك تكون أكثر فعالية لأجل ضمان الرقابة على المؤسسات المالية، وأن الحكومات تعمل فقط من أجل المصلحة العامة للاقتصاد، بعكس الأسواق. ومع ذلك، اعتبر (Haber et al. 2003) ; Becker and Stigler (1974) بأن هذه الافتراضات ليس صلبة، لأن وكالات التنظيم التابعة للدولة لا تمتلك المعارف اللازمة، ولا الخبرة المطلوبة لتوجيه قرارات وخيارات المصارف عن طريق التنظيم. بالإضافة إلى ذلك، فإنها قد تكون عرضة لضغوطات ذات طبيعة سياسية، بحيث أنها لا تستطيع توجيه الأنشطة المصرفية نحو الانشغال الوحيد المتمثل في الرفاه الجماعي. في ظل هذه الظروف، نجد أن سلطة اشرافية قوية سوف تكون مصدرا للفساد وستتحرف عن وظيفتها الرئيسية المتمثلة في تطوير القطاع المصرفي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> *Ibid.*, p. 43.

<sup>2</sup> Barth, J. R., Caprio, G. and Levine, R. (2002). Bank Regulation and Supervision : What Works Best? , NBER Working Paper Series, n°9323, p. 8.

في هذه الحالة من عدم صحة الافتراضات التي تقوم عليها المقاربة التدخلية، نجد أن ما كان يعتبر "اليد المساعدة" قد أصبح "اليد المغتصبة" (grabbing hand) التي تعمل فقط لصالح عدد قليل من السياسيين الذين يستغلون التنظيم المصرفي لخدمة مصالحهم الخاصة.

يعتبر كل من Shleifer and Vishny (1998) ; Djankov *et al.* (2002) ; Quintyn and

Taylor (2002) أن تضارب المصالح بين الدولة وسلطة الرقابة المالية قد يقود المشرفين نحو "تنقيد" سلطاتهم من أجل الحصول على منافع شخصية (تمويل الحملات الانتخابية، دفع رشاي،...). من خلال تقاسم هذه الفكرة حول مساوئ وجود سلطة إشراف محتكرة، يرى Aglietta (1993) أن السلطات الرقابية يجب أن تكون مستقلة عن الحكومات، إلى جانب امتلاكها لسلطة فرض العقوبات بصورة مباشرة على الجهات المتسببة في الفشل. بالإضافة إلى الاستقلالية عن الحكومات، يدعو ميشيل أغلييتا إلى أنه ينبغي أن تكون السلطات الإشرافية مستقلة كذلك عن المصالح الخاصة للمديرين التنفيذيين للمصارف التي تقوم بالرقابة عليها. بخلاف ذلك، يمكن لمخاطر تضارب المصالح والتواطؤ بين هذين الصنفين من السلطات أن تتسبب في إلحاق الضرر بمدى فعالية وظيفة الإشراف<sup>1</sup>. هذا هو السبب في ظهور مقاربة ثالثة، تتمثل في مزيج من المقاربتين السابقتين.

### ج. مقارنة استقلالية الوكالات الإشرافية

بين المقاربتين السابقتين "المتطرفتين"، كان هناك ظهور لمقاربة ثالثة ترمي إلى استقلالية الوكالات الإشرافية (Private Empowerment View). تعترف هذه المقاربة بنقائص السوق التي تبرر التدخل الحكومي. كما أنها تعترف كذلك بعدم كفاية هذا التدخل لأنه قد يؤدي إلى تحويل

<sup>1</sup> Chebbi, M. J. (2006). Les effets de la supervision et de la réglementation sur les crises bancaires, Cahiers de l'EURISCO, n°06, p. 5.

التنظيم المصرفي الحكومي عن هدف معالجة نقائص السوق، وذلك بسبب الضغوط السياسية. تقترح هذه المقاربة أن استراتيجيات الاشراف المصرفي يجب أن تعمل على:

- تشجيع وتحسين قدرة المتعاملين الخواص (المودعين والدائنين المختلفين للمصارف) من أجل التغلب على مشاكل عدم تماثل المعلومة وتكاليف المعاملات، وذلك بممارسة رقابة فعالة وكفئة على المصارف؛

- الحد من السلطة المطلقة لوكالات الاشراف الحكومية.

تدعو نظرية استقلالية وكالات الاشراف إلى الحد من سلطة هذه الأخيرة، حتى لا تغري السياسيين لاستخدام الرقابة المصرفية كأداة تحكم لأغراض سياسية بحتة، غير خاضعة للمنطقية الاقتصادية. وبالمثل، تدعو هذه النظرية إلى منح وكالات الاشراف السلطة والاستقلالية الكافيتين، حتى تتمكن من حث المصارف على الإفصاح عن مزيد من المعلومات، وبالتالي تمكن المودعين والأعوان الخواص الآخرين من مراقبتهم بصورة أفضل. يعتبر Hay and Shleifer (1998) Grossman and Hart (1980) أن هذا الأمر سيؤدي إلى تحسين الرقابة الخاصة على المصارف، وبالتالي تشجيع المصارف للبحث عن أفضل التخصيصات الممكنة للموارد الموضوعة تحت تصرفها. بالإضافة إلى ذلك، وفقا لهذه النظرية، يكون المودعون والدائنون الآخرون أقل عرضة لتلاعبات السياسيين. تكون المحسوبة ومخاطر انشاء أنظمة فاسدة قليلة في بيئة تتميز بتعزيز استقلالية هياكل المراقبة<sup>1</sup>.

أيدت الدراسات التجريبية تلك التوصيات التي أتت بها مقارنة استقلالية وكالات الاشراف. ومع ذلك، توصل Barth et al. (2007) إلى أن الهياكل التنظيمية المستقلة بحد ذاتها لا تسهم في

<sup>1</sup> Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2003). Bank Supervision and Corporate Finance, NBER Working Papers, n°9620, p. 3.

تحسين الاستقرار المصرفي، وإنما بالأحرى هي ممارسات التنظيم التي تفرض نشر المعلومات وتشجع إشراف القطاع الخاص. هذا الأمر يحسن من مستوى تطوير القطاع المصرفي والأسواق المالية.

يعتبر (Beck et al. (2005) علاوة على ذلك، أن ممارسات الإشراف المصرفي التي تفرض الإفصاح عن المعلومات تسهل على المؤسسات الحصول على التمويل الضروري. في البلدان التي تتمتع فيها الهياكل الإشرافية بسلطة مطلقة، نرى أن المؤسسات تجد صعوبة أكبر في تمويل أنشطتها، بسبب الفساد في آليات منح القروض<sup>1</sup>. يؤكد (Demirgüç-Kunt et al. (2008) على صحة الأفكار التي أتى بها (Beck et al. (2005) وذلك بعد اجرائهم لبحوث بشأن فعالية التنظيم والإشراف وفقا لمبادئ مقررات بازل. ولقد خلصوا إلى أن الإلزام بنشر المعلومات هو وحده قادر على التأثير بشكل إيجابي على صحة وسلامة أوضاع المصارف<sup>2</sup>.

ومع ذلك، لا ينبغي المبالغة في تقدير مدى أهمية البعد المعلوماتي في آليات الإشراف، وذلك يعود لسببين رئيسيين:

- لا يمكن للمعلومة أن تكون ذات تأثير نافع إلا في إطار أسواق مالية كفئة أين ينشط المتعاملون الماليون مسترشدين بالعقلانية في اتخاذ قراراتهم. ومع ذلك، أثبتت الوقائع أن الأسواق ليست دائما كفئة، وذات الشيء بالنسبة لسلوك المتعاملين الماليين. يتميز هؤلاء المتعاملون بميل تجاه التقليد، بحيث يظهرون نوعا من "العمى تجاه الكارثة" (aveuglement au désastre) في أوقات الأزمات كما يعلمنا تاريخ الأزمات المالية (Kindelberger, 1978).

<sup>1</sup> Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2005). Bank Supervision and Corruption in Lending, NBER Working Paper Series, n°11498, p. 5.

<sup>2</sup> Demirgüç-Kunt, A. Detragiache, E. and Tressel, T. (2008). Banking on the Principles : Compliance with Basel Core Principles and Bank Soundness, Journal of Financial Intermediation, Vol 17, n°4, p. 535.

- في الواقع، يتعلق السبب الثاني بالذي سبقه، لأنه نتيجة عدم كفاءة أسواق الائتمان. تلتفت التطورات المعاصرة في نظرية الوساطة المالية الانتباه إلى استغلال ريع معلوماتي\* (rente informationnelle) من قبل المصارف، ناجم عن عم التماثل في المعلومة الذي يميز الأسواق. إن متطلبات الشفافية في ما يتعلق بالمتعاملين الماليين تصطدم إذن بحواجز لا يمكن تجاوزها، إلا بإعادة النظر في الأسس ذاتها الخاصة بالوساطة<sup>1</sup>. إذن هناك قيود متأصلة تقف دون وضع آليات تشجع الشفافية بين مختلف المتعاملين الماليين (Rochet, 2003).

## 2.1. فرض القيود على الأنشطة المصرفية

وفقا لـ (Barth et al. (2002)، توجد خمسة أسباب رئيسة تبرر اللجوء إلى فرض القيود على

الأنشطة المصرفية:

- مشاكل يمكن أن تتكرر عندما تشارك المصارف في أنشطة متنوعة مثل إصدار الأوراق المالية، بيع عقود التأمين أو الاستثمار في العقارات. هذه المصارف قد "تبذر" الأوراق المالية، وذلك على حساب المستثمرين الذين لديهم قدر قليل من المعلومات، حتى تقوم بدعم مؤسسات (تتقاطع مصالحها مع إدارة المصرف) غير قادرة على سداد ديونها ; (John et al, 1994) (Saunders, 1985)؛

- يشجع الانفتاح الداخلي والخارجي على المنافسة، المصارف على اتخاذ مزيد من المخاطر عند اختيارها للمشاريع الاستثمارية. إن تنظيما للنشاط المصرفي يقف أمام إمكانية حدوث مشكلات متأتية من هذا الخطر الأخلاقي (Boyd et al, 1998)؛

\* البحث عن الريع (rent seeking)، ويعني عموما تشجيع السعي للحصول على عائد (ريع) عبر التلاعب أو استغلال البيئة الاقتصادية أو السياسية، بدلا من دخل يقابله نشاط يوفر فائضا في الثروة للمجتمع.

<sup>1</sup> Boyer, R., Dehove, M. and Plihon, D. (2004). Les crises financières, La documentation française, Paris, p. 161.

- تسهم زيادة تعقيد المصارف بعد رفع القيود المالية في جعل مسألة الإشراف على المصارف وأنشطتها أمرا أكثر صعوبة؛
- إن المصارف التي تشارك في أنشطة متنوعة تتجاوز حتى الإطار التقليدي للوساطة المالية، تكتسب وزنا اقتصاديا ولكن الأهم من ذلك سياسيا، ما يجعل منها أكبر من أن تخضع للمسائلة<sup>1</sup>؛
- قد تؤدي التكتلات المالية إلى التقليل من تنافسية وكفاءة المصارف. في ما يخص هذه النقطة، تجدر الإشارة إلى أن الهدف المنشود من طرف المؤلفين عبر هذا النوع من التنظيمات هو الحفاظ على منافسة تعزز كفاءة القطاع المصرفي.
- ومع ذلك، نجد أن المؤلفين قد كشفوا في ذات الصلة بالموضوع، عن حجج تعارض فرض قيود على أنشطة المصارف، والتي يمكن أن نذكر من بينها:
- لا تسمح القيود التنظيمية للمصارف بالاستفادة من اقتصاديات الحجم أو النطاق (Claessens and Klingebiel, 2000)؛
- يمكن عدم تطبيق هذه القيود من تعزيز "قيمة الامتياز" (la valeur de franchise ou franchise value) للمصرف، الأمر الذي يشجعه على نهج سلوك حذر بغية الحفاظ على هذه القيمة؛
- يسمح تنوع الأنشطة الممارسة من قبل المصارف لهذه الأخيرة بتتويع مصادر دخلها وبالتالي تكون أكثر استقرارا، لأنها لا تعتمد فقط على الدخول المتأتية من نشاط الوساطة التقليدية.

<sup>1</sup> Barth, J. R., Caprio, G. and Levine, R. (2002). *op. cit.*, p. 5.

\* نعني بقيمة الامتياز للمصرف، مجموع الأصول غير الملموسة لهذا الأخير، مثل السمعة، مكانة المصرف داخل السوق، الثقة الموضوعة فيه، وغيرها.

### 3.1. القيود المفروضة على دخول المصارف إلى السوق المحلية

نجد في الأدبيات الاقتصادية اختلافا في وجهات النظر حول مسألة التركيز المصرفي\* (concentration bancaire). في الواقع، يعتبر بعض المؤلفين أن سوقا ذات تنافسية ضعيفة تسمح بظهور مصارف كبيرة أكثر قدرة على تنويع أنشطتها، تحمل مخاطر أقل ويمكن مراقبتها بشكل أفضل، الأمر الذي من المرجح أن يضمن استقرار القطاع. في السياق ذاته، يعتبر Keeley (1990) أن المصارف التي تمتلك سلطة احتكارية تستفيد من قيمة امتياز أفضل، الأمر الذي يشجعها على أن تكون أكثر حذرا عند المخاطرة. تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى واحدة من مفارقات المالية المعولمة. أدت العولمة المالية التي كان من المفترض أن تشجع المنافسة على مستوى السوق المصرفي، إلى ظهور مصارف ذات أحجام معتبرة، كما يشير (Plihon et al. 2006):

*«L'accroissement de la concurrence recherché par les politiques de libéralisation financière a finalement abouti à l'émergence d'acteurs bancaires de grande taille, ayant un important pouvoir de marché »<sup>1</sup>.*

وبالمثل، نجد أن عمليات إعادة الهيكلة المصرفية المتخذة لمواجهة العولمة المالية، تظهر وجود ميل دولي نحو التركيز في القطاع المصرفي، والذي يبدو أنه يتبع منطقية مماثلة لتلك التي تنتهجها القطاعات الصناعية<sup>2</sup>. هذا التركيز المصرفي الذي رافق العولمة المالية على عكس الذي كان متوقعا، يرجع بالأساس إلى تجمع المصارف في شكل تكتلات مالية حتى تستفيد من ثلاثة مجالات رئيسة في المالية، وهي: الصيرفة، التأمينات وإدارة الأوراق المالية. يرى مؤلفون آخرون بأن دخول مصارف جديدة يمكن أن يفاقم مشكلات تمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة Petites

\* نعني بالتركز المصرفي، ارتفاع نصيب عدد قليل من المصارف من إجمالي الأصول المتاحة.

<sup>1</sup> Plihon, D., Coupey-Soubeyran, J. and Saïdane, D. (2006). Les banques, acteurs de la globalisation financière, La documentation française, Paris, p. 11.

<sup>2</sup> Ibid., p. 11.

et Moyennes Entreprises (PME). هذا هو حال (2005) Stiglitz الذي يعتبر أن دخول المصارف الأجنبية، وبخاصة على مستوى السوق المصرفي المحلي يمكن أن يلحق الضرر بإمكانية حصول PME على التمويل الضروري. ويستند في ذلك على مثال الأزمة الأرجنتينية، ليظهر أنه قبل حدوثها، كانت الأرجنتين تتمتع بتصنيف ائتماني جيد من قبل IMF بين عامي 1996 و 1998. يعزى ذلك أساسا إلى انفتاح النظام المصرفي الأرجنتيني أمام المصارف الأجنبية، التي تمكنت من حيازة حصص في رؤوس أموال المصارف المحلية الأرجنتينية من دون قيود. لقد استثمرت هذه المصارف الأجنبية بكثافة في المصارف المحلية، كما أنها انشغلت في المقام الأول بتمويل الشركات المتعددة الجنسيات المتوطنة في البلد، وذلك على حساب PME المحلية. نجد أن السلطات السياسية لم تعترف بهذه المشكلة إلا بعد وقوع الأزمة، بحيث تم انشاء وزارة خاصة مكرسة لتوجيه تدفقات الأموال نحو PME. لم يكن لهذه الحركة الأثر المطلوب، وقد تم تشخيص دخول المصارف الأجنبية على أنه واحد من العوامل التي تسببت في حدوث الأزمة المالية في الأرجنتين خلال العام 2001<sup>1</sup>.

في مقابل ذلك، نجد أن هناك دراسات أخرى تؤكد على الآثار النافعة للمنافسة والآثار السلبية للقيود المفروضة على دخول مصارف جديدة (Shleifer and Vishny, 1998). يعتقد المؤلفان أنه داخل الأسواق قليلة التنافسية، تستفيد المصارف الكبيرة من المساعدات والإعانات بفضل سياسات من النوع: أكبر من أن تفشل (*too big, to fail policies*). لذلك تتشجع هذه المصارف على اتخاذ المزيد من المخاطرة وأن تكون أقل حذرا، لأنه من الصعب مراقبتها. بإجرائهم لدراسة شملت عينة من 70 بلدا على الفترة 1980-1997، توصل Beck et al. (2006)<sup>2</sup> إلى أنه كلما

<sup>1</sup> Stiglitz, J. E. (2005). Finance for Development dans Ayogu, M. and Ross, D. (eds). Development Dilemmas : The Methods and Political Ethics of Growth Policy, Taylor and Francis Inc, Routledge, p. 18.

<sup>2</sup> Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (2006). Bank Concentration and Crises, NBER Working Paper, n°9921.

كانت الحواجز المفروضة على دخول مصارف جديدة قليلة، وكلما كان هناك تقليص في القيود المفروضة على الأنشطة المصرفية، فإن ذلك من شأنه أن يقلل من هشاشة المصارف. هم يرون إذن أن حواجز الدخول والقيود التنظيمية تمارس تأثيراً مخلاً بتوازن سير عمل الأنظمة المصرفية.

#### 4.1. التنظيم من خلال وضع نظام للتأمين على الودائع المصرفية

في سياق استمرارية الجدل القائم بشأن فعالية التنظيم والرقابة المصرفية، كان هناك بروز لجدل آخر لا يقل أهمية بشأن تطبيق معايير التنظيم الحذر ونظام تشجيع التأمين على الودائع\* في البلدان النامية. في الواقع، تظهر دراسات مختلفة أن سياسات الأنظمة المالية التي تكون فعالة في البلدان المتقدمة، قد لا تكون كذلك وحتى يمكن أن تكون لها نتائج عكسية، في البلدان النامية، لا سيما في ظل وجود بنية مؤسسية تحتية ضعيفة. على سبيل المثال، لا ترتبط الصلاحيات الواسعة التي تتمتع بها السلطات الرقابية بشكل كبير مع مستويات عالية من الفساد في هذه الدول، وذلك في ظل وجود مؤسسات قوية. أما بالنسبة للبلدان النامية فإن الحال يختلف. ومع ذلك، توصل Beck et al. (2006) إلى أن الدعوات والتدابير المتخذة من قبل السلطات الرقابية لتعزيز الشفافية المصرفية كانت داعمة للتنمية المالية، سواء بالنسبة للبلدان المتقدمة أو النامية التي لا تمتلك مؤسسات قوية.

بالمثل، أجريت أبحاث أخرى حول فعالية انشاء شبكات أمان (safety net)، وبخاصة نظام التأمين على الودائع في البلدان النامية أين تكون المؤسسات التكميلية ضعيفة وعاجزة عن تخفيض

---

\* يتمثل نظام التأمين على الودائع في اشتراك المصارف في صندوق للتأمين على الودائع، يقوم على مبدأ التعاون والتكافل بين وحدات الجهاز المصرفي مما يعزز الثقة لدى المودعين. ويهدف هذا النظام من جهة إلى حماية أموال المودعين، وإلى دعم ومساندة المصارف المشتركة في النظام والتي تواجه أزمة سيولة، وتجنب وصولها إلى مرحلة الإفلاس وما ينجم عنه من فقدان الثقة وتزعزع استقرار النظام المالي من جهة أخرى. كذلك، نجد أن هذا النظام من شأنه أن يخفف العبء على البنك المركزي الذي تقع على عاتقه مهمة المقرض الأخير. بالنسبة لحالة الجزائر، تم تأسيس نظام للتأمين على الودائع في 26 أوت من العام 2003، وذلك على إثر الأزمات التي شهدتها القطاع المصرفي المحلي في تلك الفترة (أزمة مصرف الخليفة، فضيحة البنك الصناعي والتجاري).

التكاليف المحتملة لضعف انضباط السوق\*، للهشاشة المالية المرتفعة، والمستوى المنخفض من التنمية المالية. وجد (Detragiache *et al.* (2005) أن إنشاء نظام للتأمين على الودائع لا يشجع على وجه التحديد تعبئة المدخرات وزيادة حجم الودائع المصرفية في البلدان النامية، وإنما يؤدي إلى انخفاض في حجم الودائع. خلص (Cecchetti and Krause (2004) كذلك بعد دراسة لعينة من البلدان المتقدمة والنامية، إلى أن الضمان الصريح للودائع المصرفية قد تسبب في تقليص حجم القروض الممنوحة للقطاع الخاص.

تهدف القواعد التنظيمية التحوطية للتدخل المبكر قبل حدوث الأزمات، من أجل تقليل تكاليفها وانعكاساتها الاقتصادية. لكن في الواقع، نجد أنه حتى الآليات الرقابية لا تتمكن من التنبؤ قبل حدوث هذه الأزمات. هذا هو السبب في وضع الضمانات على الودائع لتكون مكملة للقواعد التنظيمية التحوطية، بالطريقة نفسها التي ينظر بها لتدخل مقرض الملاذ الأخير.

يتموضع نظام التأمين على الودائع بين القواعد التنظيمية التحوطية، التي تتدرج ضمن "البعد الوقائي"، وتدخل مقرض الملاذ الأخير، الذي يندرج ضمن "البعد العلاجي".

يتموضع التأمين على الودائع بين صنفين آخرين من التنظيمات المصرفية، لأنه بضمانها لودائع المدخرين، تحافظ المصارف على ثقتهم. إن اللجوء إلى استخدام نظام التأمين على الودائع يعود إلى الانشغال بتجنب عمليات السحب الهائلة للأموال المودعة لدى المصارف من قبل المدخرين. إذا حاول المودعون سحب استثماراتهم السائلة من المصارف في نفس الوقت، فإن هذه الأخيرة سوف تجد نفسها أمام حالة من نقص السيولة التي قد تقودها نحو العسر. في هذه الحالة

\* يعني مفهوم انضباط السوق (market discipline) التزام المؤسسات المالية بممارسة الرقابة الذاتية على عملياتها بدلا من خضوعها لرقابة الهيئات الحكومية.

تواجه المصارف أزمة سيولة بسبب حالة الذعر المصرفي\* (banks runs). يكمن البعد الوقائي للتأمين على الودائع في الحماية من وقوع حالة الذعر المصرفي (إيجاد حالة من الاطمئنان والثقة في أوساط المودعين). بعد ذلك، عند تعهدها بتعويض المودعين في حالة إفلاس مصرفهم، تقوم المصارف هنا بأداء وظيفة علاجية. يترافق هذا النظام، في كثير من الأحيان، مع هيئة رسمية مشرفة على المصارف.

من الناحية النظرية، هناك صنفان من الآليات الرئيسية للتأمين على الودائع:

- الصنف الأول، عبارة عن نظام يمول عن طريق تسديد المصارف لأقساط تأمين محددة وبصفة دورية في مواعيد محددة؛
- الصنف الثاني، عبارة عن نظام لا يتم تمويله عن طريق أقساط محددة ودورية كسابقه، وإنما يتم ذلك عن طريق إلزام المصارف بالمساهمة فقط عند حدوث تعثر أو إفلاس مصرف أو بعض المصارف.

لكن في الواقع، نجد أن الموازنة بين القسط المدفوع والخطر تتميز بالقصور. هذا الأمر يمكن أن يعتبر ذا فائدة، لأن الخطر الأخلاقي الناجم عن التأمين على الودائع، يتم لجمه في ظل هذه الظروف. في الحقيقة، سوف يميل المصرفيون إلى تحمل مخاطر إضافية بسهولة أكبر، إذا كانوا يعرفون منذ البداية أن مودعيهم مؤمن عليهم. وخصوصا عندما يكون القسط المدفوع، في حالة الفشل، لا يعكس التكلفة الحقيقية للخطر<sup>1</sup>.

\* تعني حالة الذعر المصرفي فقدان المودعين الثقة في مصرف وتهافتهم على سحب ودائعهم لديه خشية إفلاسه أو تعرضه لمأزق مالي.

<sup>1</sup> Plihon, D., Couppey-Soubeyran, J. and Saïdane, D. (2006). *op. cit.*, p. 115.

إن الاستراتيجية التي تشتمل على ضمان ودائع المصارف، لا تخلو من المخاطر والتكاليف التي يتحملها الاقتصاد. إنه نظام يشجع على الإفراط في تحمل المخاطر من قبل المصارف، الأمر الذي يجعله "يوازن" بحسب البعض، تأثيره الداعم لاستقرار النظام المصرفي؛ على الرغم من أن مؤلفين آخرين يعتبرون أن التنظيم والرقابة يمكن أن يخففا من مشكلة الخطر الأخلاقي، من خلال وضع نظام تأمين كاف. أسهم (Demirgüç-Kunt and Detragiache (2002 بشكل كبير في الأدبيات حول الموضوع من خلال قياسهم لأثر تأمين الودائع على هشاشة المصارف، على الرغم من أن عدم توفر البيانات الكافية لم يسمح لهم بأن يأخذوا في الحسبان جوانب أخرى من التنظيم والإشراف.

بالنسبة إلى الناحية العلاجية للتنظيم، فإنها تتمثل في تدخل مقرض الملاذ الأخير. تعود مبادئ تدخل المقرض الأخير إلى Thornton (1802) ثم Bagehot (1873) ، حيث أوصى المؤلفان بإقراض المصارف التي تواجه أزمة سيولة، بسبب حالة الذعر المصرفي، بسرعة وبدون تحديد لسقف المبلغ المقرض. ومع ذلك، هذا اللجوء للملاذ الأخير، لا بد من أن يكون مشروطاً:

- لا بد من أن تكون القروض الممنوحة من قبل البنك المركزي (المقرض الأخير)، مضمونة بأوراق مالية ذات نوعية جيدة؛
- يجب أن تكون أسعار الفائدة المطبقة على هذه القروض عالية، من أجل تجنب حدوث الخطر الأخلاقي؛
- لا بد من تجنب سرية التدخل. بعبارة أخرى، يجب أن يكون التدخل علنياً أمام الجمهور وفي إطار واضح المعالم، لأجل الحفاظ على ثقة المدخرين.

رغم أنه من الناحية النظرية، ينبغي على المقرض الأخير عدم التدخل إلا في حال كانت المؤسسة المصرفية ذات ملاءة لكنها تعاني من مشكلة في السيولة. في الواقع، من الصعب إجراء تمييز دقيق بين الحالتين (انعدام الملاءة ومشكلة السيولة). وبالتالي، فإن المقرض الأخير، قد يضطر إلى انقاذ مؤسسات معسرة، بحجة أنه خلاف ذلك، سيتعرض النظام المالي برمته للخطر. هذا هو مبدأ "أكبر من أن تفشل". وهناك أيضاً مبدأ آخر وهو "الغموض البناء" (ambiguïté constructive) الذي يتمثل في عدم توضيح شروط تدخل السلطات النقدية، حتى لا تغذي تأثير المخاطر الأخلاقية.

### 5.1. تنظيم متطلبات كفاية رأس المال

في الاقتصاديات الناشئة التي تتميز بنقص في تطور أسواق رؤوس الأموال، نجد أن معظم المؤسسات المحلية تلجأ إلى التمويل المصرفي لمشاريعها الاستثمارية. تلبية المصارف هذه الطلبات، عبر تجميع الودائع من المدخرين. على الرغم من أن هذه العملية تتميز بالبساطة، إلا أن هذا النمط التمويلي، يحمل في طياته إشكالات عميقة. في الواقع، يحتمل أن يجد المصرف نفسه غير قادر على تلبية جميع طلبات سحب السيولة من قبل الزبائن، لأنه في مقابل الأصول غير السائلة في ميزانيته (قروض متوسطة وطويلة الأجل)، نجد خصوصاً (مطلوبات) سائلة (ودائع تحت الطلب، وودائع لأجل). إن خطر السيولة هو ما يتطابق مع الحالات التي تجد المصارف فيها نفسها لا تمتلك السيولة الكافية للوفاء بالتزاماتها الفورية. ينشأ هذا الخطر في المقام الأول من وظيفة تحويل آجال الاستحقاق التي يقوم بها المصرف، بحيث أن توظيفاته (استثماراته) تفوق موارده من حيث أجل الاستحقاق<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ibid., p. 107.

منذ الاعلان عن مقررات بازل في العام 1988، عمدت الاقتصاديات الغربية إلى فرض نسب كفاية رأس المال (capital adequacy ratios) على مصارفها، وذلك بهدف وضع رقابة تحوطية على هذه الأخيرة. هذا هو مبدأ التنظيم التحوطي للمصارف. تم وضعه لمعالجة مشكل الخطر الأخلاقي، لقد ولد من خلال إقامة نظام التأمين على الودائع والمسؤولية المحدودة للمصرف\*. يقوم عمل قواعد الحيطة والحذر على أساس التخلي عن مبدأ المسؤولية المحدودة، لأن اشتراط الالتزام بنسبة معينة من رأس المال تجعل من مساهمي المصرف يتحملون جزءا من المخاطر التي يتخذونها. أوصلت مقررات بازل الأولى (Basel I) المصارف، بالامتثال لنسبة ملاءة مالية تحوطية، أطلقت عليها تسمية نسبة كوك\*\* (ratio Cooke) على اسم رئيس اللجنة في تلك الفترة. أسهمت هذه المقررات الأولى في ظهور مقررات أخرى من نفس الصنف منذ عام 1999. يتعلق الأمر بمقررات بازل الثانية (Basel II)، والتي تقوم على اثنين من الابتكارات الرئيسية. من ناحية، تقترح تنظيمًا لا يقتصر فقط على متطلبات الحد الأدنى من الأموال الخاصة (الدعامة الأولى)، التي كانت سمة اتفاقيات بازل الأولى. تتضمن الاتفاقيات الجديدة كذلك، عملية الاشراف التحوطي والرقابة الداخلية (الدعامة الثانية)، بالإضافة إلى انضباط السوق وشفافية المعلومة (الدعامة الثالثة). من ناحية أخرى، تعزز اتفاقية بازل الثانية من حساسية المصارف تجاه المخاطر، وذلك من خلال المعايير الجديدة للأموال الخاصة التي تم تحسينها في مجالين اثنين هما: ترجيح أكثر دقة للمخاطر، وإدراج مخاطر جديدة، مثل المخاطر التشغيلية المتعلقة أساسا بالمشكلات ذات الطبيعة التقنية والتكنولوجية<sup>1</sup>.

\* معنى المسؤولية المحدودة هو أن تكون المسؤولية القانونية لشخص محدودة بحجم معين من المال عن ديون الشركة. وعليه، فالشريك المحدود في الشركة التضامنية المحدودة لا يكون مسؤولاً عن ديون الشركة إلا في حدود قيمة استثماره فيها، أي حصته من رأس المال.

\*\* تدعو نسبة كوك إلى أن تغطي الأموال الخاصة (رأس المال والاحتياطيات) على الأقل 8% من التزامات المصرف، التي يجب أن يتم ترجيحها اعتماداً على طبيعة المخاطر المرتبطة بها.

<sup>1</sup> Plihon, D. (2006). *op. cit.*, p. 88.

تؤكد المقاربات التقليدية للتنظيم المصرفي على المنافع المتأتبة من كفاية متطلبات رأس المال (Dewatripont and Tirole, 1994). في الواقع، تعتبر الأموال الخاصة بمثابة حصن ضد الخسائر وبالتالي إفلاس المصارف، والتي يمكن حتى أن تؤدي إلى أزمة نظامية. بالإضافة إلى ذلك، نجد أنه مع المسؤولية المحدودة، يصبح الميل الطبيعي للمصارف تجاه اختيار المشاريع الاستثمارية ذات المخاطر العالية قد تم تخفيفه عند استخدام حصة معينة من الأموال الخاصة للمصرف. وفقا لـ (Keeley and Furlong (1990) ; Berger *et al.* (1995)، تلعب متطلبات رأس المال دورا حاسما في التوفيق بين مصالح المصرفيين والمودعين والدائنين الآخرين.

ومع ذلك، تقدم النظرية الاقتصادية تنبؤات متضاربة حول تأثيرات متطلبات رأس المال على الحد من المخاطرة من جانب المتعاملين، كما هو موضح من قبل (Santos, 2001). وبالتالي، يسلط Blum (1988) ; Kim and Santomero (1988) ; Koehn and Santomero (1980) ; Santos (2001) الضوء على المخاطرة بزيادة حساسية المصارف تجاه الخطر ومتطلبات رأس المال، الأمر الذي يمكن أن يعزز سلوكها المسامر للدورة. يلاحظ (Plihon (2006 أن معظم الدراسات التجريبية تظهر بأن الزيادة في متطلبات رأس المال قد يكون لها تأثير اقتصادي كلي مغل بالتوازن من خلال تعزيز الدورات الاقتصادية. إذا كانت القروض المصرفية وأنماط التمويل الأخرى لا تمثل بديلا مثاليا لبعضها البعض، فإن الانضباط المفروض من خلال نسب رأس المال قد يفرض عقوبات على النشاط الاستثماري للشركات. إن سلوك "رد الفعل المفرط" للمصارف يمكن أن يزيد تجاه المقترضين الأقل تقييما، أو المقترضين الذين يصعب تقييمهم ويكون حصولهم على تمويلات غير مصرفية أكثر صعوبة. هذا هو حال PME والبلدان النامية.

بالإضافة إلى سلوك المصارف المسابير للدورة، يحدد (Plihon 2006) قناة أخرى يمكن من خلالها لمتطلبات رأس المال أن تتسبب في عدم الاستقرار المالي وتزيد من احتمال حدوث الأزمات النظامية. هي محاولة تحويل حصة كبيرة من المخاطر إلى خارج ميزانية\* (hors bilan) المصرف حتى لا يكون ملزماً بالامتثال للمعايير التحوطية المشار إليها. يتم هذا الإخراج عبر الاستعانة بالابتكارات المالية، مثل توريق (securitization) الديون أو من خلال المشتقات المالية. أدى هذا الأمر إلى زيادة انتشار المخاطر على مستوى الأسواق ونقلها إلى متعاملين خاضعين لرقابة أقل مثل المستثمرين المؤسسيين والصناديق المضاربة. يرى (Plihon 2006) أن تصور وإدراك طريقة عمل الأسواق من قبل لجنة بازل والسلطات العمومية يقف وراء التقليل من أهمية الخطر النظامي. يضع أصحاب ومناصرو هذا الرأي ثقهم في قدرة الأسواق على التنظيم الذاتي دون الحاجة لأي سلطة خارجية. لضمان استقرار النظام المصرفي والمالي، يكفي أن نحدد للمتعاملين داخل السوق قواعد حسن السلوك (شفافية المعلومة) وضمان انضباط السوق (تشجيع المنافسة). لذلك اختارت لجنة بازل مقارنة تحوطية على المستوى الجزئي، تهدف إلى ضمان الاستقرار من خلال ممارسة تنظيم المصارف حالة بحالة. يرتبط هذا الاختيار بالتصور النظري، الذي يتأسس على النموذج المهيمن لكفاءة الأسواق، الذي يكمن وراء سلوك المنظمين والبنوك المركزية<sup>1</sup>.

وجد العديد من المنظرين أن حركة العولمة المالية قد بلغت حدودها بعد الوعي بالأضرار التي أتت في أعقاب الأزمات التي ضربت جنوب شرق آسيا، البرازيل وروسيا. من بين هؤلاء نذكر (Krugman 1999) الذي يرى أنه عاجلاً أو آجلاً، سيكون علينا العودة إلى بداية المسار، عن طريق الحد من تدفقات رؤوس الأموال التي لا تسيّر جنبا إلى جنب، لا مع الاتحادات النقدية، ولا

\* التمويل خارج الميزانية، يعني ذلك التمويل الذي لا يضيف ديناً على الميزانية أو يؤثر في القدرة على الاقتراض، وهو نظام تمويل غير معرف أو موصوف أو معروض في الميزانية العمومية للمصرف أو المؤسسة.

<sup>1</sup> Plihon, D. (2006). *op. cit.*, p. 88.

مع نظام الصرف العائم<sup>1</sup>. أوضح (Cooper (1998) ; Bhagwati (1998) أنه في عالم يتسم بنقص في المعلومة، لا تسهم حرية حركة رؤوس الأموال دون حواجز بين البلدان سوى في ترسيخ التشوهات الموجودة بالأصل. كما أنها ترفع كذلك من شدة الخطر الأخلاقي، وتشجع الإفراط في تحمل المخاطر من جانب المتعاملين على مستوى الأسواق المالية وتكون مسؤولة عن الأزمات الكبرى والنظامية. بالتوافق مع هذه الأفكار، يجادل (Stiglitz (1999) بأن تقلبات الأسواق حقيقة لا مفر منها. يجب على البلدان النامية معرفة كيفية إدارتها. لا بد من أن تضع سياسات تحد من تدفقات رؤوس الأموال<sup>2</sup>. يبدو أن عدم تماثل المعلومة الذي يميز أداء الأسواق المالية، قد أثر في كفاءة هذه الأخيرة من حيث تخصيص الموارد. وعليه، سيكون من العبث أن لا ننق إلا في آليات السوق ونستبعد تدخل كيان خارجي لأغراض تنظيمية.

## 2. ممارسة الرقابة على رؤوس الأموال

أثار الجدل حول تكاليف ومنافع فرض أو إلغاء الرقابة على رؤوس الأموال منذ زمن طويل نقاشا بين الاقتصاديين، سواء على المستوى النظري أو التجريبي. نظريا، تمثل التساؤل حول إمكانية أن تمتد مكاسب تحرير مبادلات السلع والخدمات لتشمل حالة أسواق رؤوس الأموال. على سبيل المثال، قدم (Obstfeld and Rogoff (1996) أدلة نظرية على وجود مكاسب محتملة مرتبطة بالمبادلات التجارية عبر الزمن والتي تم تيسيرها بفضل تحرير الأسواق المالية. بعكس ذلك، يعتبر (Bhagwati (1998) ; Cooper (1998) أنه في ظل وجود عدم تماثل المعلومات الذي لا يزال السمة الرئيسية للأسواق المالية، فإن نهج حرية حركات رؤوس الأموال داخل هذه الأسواق قادر حتى على أن يوسع ويصدر هذه التشوهات للخارج. هذا الأمر يشجع على الإفراط في تحمل المخاطر نتيجة

<sup>1</sup> Schneider, B. (2002). *op. cit.*, p. 34.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 7.

قيام حالات من الخطر الأخلاقي، كما يتسبب في نهاية المطاف بحالة من الأزمات الكبيرة واسعة الانتشار. على المستوى التجريبي أو العملي، كان النقاش دائرا حول توقيت وكيفية تنفيذ عمليات الرقابة على رؤوس الأموال، عوضا عن البحث في ما إذا كان ينبغي تطبيقها أم لا.

وهكذا، بعد الوعي بالأخطار الكامنة وراء تبني سياسة تحرير مالي عادة ما تكون عدوانية وغير متحكم فيها بشكل جيد من قبل الكثير من البلدان في مناطق مختلفة من العالم، كان هناك اهتمام متجدد بالأفكار ذات الصلة بالفعالية الممكنة للضوابط على رؤوس الأموال لوقف مثل هذه الأزمات. على سبيل المثال، يمكن أن نذكر تقرير BIS للعام 2003، الذي يرى أن التاريخ الحديث يبين أنه، في بعض الحالات، إذا تم تصميم وتنفيذ هذه الضوابط بالشكل الصحيح، فإنها يمكن أن تسمح بدعم السياسات الأخرى أو أن تحمي الاقتصاد من التأثيرات المخلة بالاستقرار لتدفقات رؤوس الأموال<sup>1</sup>. يمكننا فهم هذا الاهتمام المتجدد بالفعالية المحتملة للضوابط على رؤوس الأموال، إذا ما نظرنا إلى التكاليف الاقتصادية والاجتماعية المرتفعة، الناجمة عن وقوع هذه الأزمات، بالمقارنة مع التكاليف الاقتصادية المرتبطة بالتشوهات المرافقة للضوابط على رؤوس الأموال. علاوة على ذلك، بالرغم من وجود أعمال تؤكد على الأثر الإيجابي لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الاقتصاديات، هناك أعمال تجريبية أخرى قد كشفت عن فشل سياسات التحرير المالي في تحقيق الأهداف المرجوة. في الواقع، أظهر Krugman (1999) أن البلدان التي لم تشهد أزمات مالية هي تلك التي حافظت على ضوابط تدفقات رؤوس الأموال الواردة والصادرة، والتي قامت بتحرير جزئي لأنظمتها المالية<sup>2</sup>. على سبيل المثال، يمكن ذكر المثال الهندي، حيث قام البلد بفرض ضوابط على حركات رؤوس الأموال، والتي بفضلها تمكن من الاحتماء من سلسلة الأزمات

<sup>1</sup> Boyer, B, Dehove., M and Plihon, D. (2004). *op. cit.*, p. 189.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 189.

المالية التي مرت بها منطقة جنوب شرق آسيا<sup>1</sup>. في السياق ذاته، كشف Kose *et al.* (2003) أن التكامل المالي ليس بالضرورة شرطا لتحقيق معدل نمو مرتفع. خلص هؤلاء المؤلفون، إلى أنه من غير الممكن التأكد تجريبيا من وجود علاقة مباشرة، إيجابية ومعنوية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في البلدان النامية<sup>2</sup>.

قدمت العديد من الحجج في الأدبيات الاقتصادية لتبرير استخدام الضوابط على رؤوس الأموال. من بينها، نجد الحجج المتعلقة بالأمثلية من الدرجة الثانية (optimum de second degré). في الواقع، من السهل البرهان على أمثلية حرية حركة رؤوس الأموال في عالم "مثالي"، كما هو الشأن أيضا بالنسبة لحرية حركة السلع. ومع ذلك، من وجهة نظر تعظيم الرفاه الجماعي (bien-être collectif)، يمكن تبرير التشوهات المؤثرة في حرية حركة رؤوس الأموال من خلال الانحرافات عن الأمثلية من الدرجة الأولى (optimum de premier degré). قد تكون هذه التشوهات عوامل خارجية أو عدم تماثل في المعلومات. الأمر الذي تبقى هو اقامة الحجة على أن وضع ضوابط على رؤوس الأموال هو الاجراء الأفضل لإدارة هذه التشوهات.

أظهرت دراسة Mathieson and Rojas-Suarez (1993) أنه من الممكن تصنيف الأسباب

المفسرة للجوء إلى فرض ضوابط على معاملات حساب رأس المال إلى ثلاثة دوافع<sup>3</sup>:

- الحد من التدفقات المتقلبة قصيرة الأجل (مما يساعد على تجنب أزمات ميزان المدفوعات، وتقلب سعر الصرف،...)

<sup>1</sup> Agenor, P-R (2001). Mouvements de capitaux, régimes de change et libéralisation financière, Finances et Développement au Maghreb, n°28, p. 9.

<sup>2</sup> Kose, A. *et al.* (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence, *op. cit.*, p. 27.

<sup>3</sup> Mathieson, D. J. and Rojas-Suarez, L. (1993). Liberalization of the Capital Account : Experiences and Issues, IMF Occasional Paper, n° 103, in Grilli, G. and Milesi-Ferretti, G. M. (1995). Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls, IMF Staff Papers, Vol 42, n°3, p. 519.

- الحفاظ على الادخار المحلي؛
- ترسيخ واستقرار برامج الإصلاحات الهيكلية؛
- الحفاظ على قاعدة ضريبية محلية.

لكن قبل الدفع نحو مزيد من التحليل، يشير (Mathieson and Rojas-Suarez 1993) إلى أن الفرض الفعال للضوابط على رؤوس الأموال يعتمد على قدرة الحكومة في جعل المتعاملين الاقتصاديين يلتزمون بهذه الضوابط. في الواقع، نجد أن هذه القدرة مهددة بالتقلص. من ناحية، بسبب التراجع الداخلي للحواجز أمام حركة رؤوس الأموال، لأن المتدخلين على مستوى أسواق المال الدولية قادرون على الالتفاف حول القيود الرسمية. من ناحية أخرى، ساهمت التغييرات الهيكلية والتقدم التكنولوجي على مستوى الأسواق المالية في تسهيل الحركة الدولية لرؤوس الأموال، وجعل مسألة السيطرة عليها أمراً غاية في الصعوبة. على الرغم من أن الأسباب المختلفة المذكورة تتداخل في ما بينها، من الممكن تصنيفها كما أتى بها (Mathieson and Rojas-Suarez 1993)، بحيث نضيف إليها دوافع البحث عن الاستقلالية وحماية الأسواق المالية حديثة النشأة في حالة البلدان النامية.

## 1.2. الحد من تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل المتقلبة

تهدف القيود المفروضة على حركات رؤوس الأموال للحد من تقلب رؤوس الأموال قصيرة الأجل والهجمات المضاربة (attaques spéculatives) المتأتية من "التوقعات المتحققة ذاتياً" (anticipations autoréalisatrices). ساعدت العولمة المالية في جعل أسواق الصرف أكثر سيولة وأكثر حساسية للصدمات المحتملة. بعكس ذلك، نجد أن الاقتصاد الحقيقي لا يمتلك نفس سرعة رد الفعل كما هو الحال بالنسبة لأسواق الصرف، لأنه لا يتمتع بنفس القدر من المرونة. أظهر

(1986) Dornbush ; (1978) Tobin أن هذا التأخير في التصحيح إذا ترافق مع حركات مفاجئة في الأسواق المالية، قد يؤدي إلى إحداث تقلبات مفرطة في أسعار الصرف، مع كافة العواقب السلبية التي يمكن أن يتسبب فيها هذا التأخير على مستوى الاقتصاد الحقيقي. بهذا الشأن، اقترح جايمس توبين فرض ضريبة على التحركات الدولية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، وذلك بهدف رمي الرمل في عجلات المالية الدولية وبالتالي تحقيق استقرار أسواق الصرف دون تشويه نشاط هذه الأخيرة. أما بالنسبة إلى روديفير دورنبوش، فقد اقترح اعتماد نظام صرف مزدوج قادر على حماية الاقتصاد الحقيقي من التقلبات قصيرة الأجل<sup>1</sup>.

قد يكون القصد من فرض الضوابط على رؤوس الأموال، حماية نظام الصرف الثابت. في الواقع، إن حرية حركة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل يمكن أن تحدث تغيرات كبيرة في احتياطات الصرف وأسعار الفائدة، مما يهدد بقاء نظام الصرف الثابت. الاضطرابات التي عرفها النظام النقدي الأوروبي والبلدان التي ربطت أسعار صرف عملاتها مع وحدة القياس الأوروبية (European Currency Unit) ECU أو مع المارك الألماني، تشهد على وجهة النظر هذه. إن الضوابط على رؤوس الأموال الفعلية قادرة على التخفيف من هذه الآثار الغير مرغوبة على الأقل في المدى القصير. من الواضح أن الأزمات تحدث لما لا تكون أساسيات الاقتصاد في وضع جيد. هذا هو الحال عندما تكون هناك سياستان اقتصاديتان كليتان غير متوافقتين (على سبيل المثال، التوسع في الائتمان المحلي والحفاظ على سعر صرف ثابت). لقد تم اثبات ذلك في الأدبيات حول الهجمات المضاربية وأزمات موازين المدفوعات. في حال عدم وجود ضوابط على رؤوس الأموال، يكون من الصعب دعم آلية لربط سعر الصرف قابلة للتعديل دون تكبد تقلبات كبيرة في أسعار الفائدة، لتعويض أصحاب الأصول عن الخسائر الرأسمالية المحتملة. هذا التقلب في أسعار الفائدة

<sup>1</sup> Minda, A. (2001). Le contrôle sélectif des entrées de capitaux : les leçons de l'expérience chilienne, Revue d'économie du développement, n°4, p. 94.

يكون ضارا لا سيما في البلدان التي يكون فيها الدين الحكومي على المدى القصير معتبرا، أو عندما تكون أدوات الدين طويلة الأجل مربوطة بأسعار الفائدة قصيرة الأجل.

إن إمكانية حدوث هجمات مضاربية على سعر الصرف الثابت، والتي لا تكون مبررة بأساسيات السوق، يمكن أن توفر مبررا آخر لفرض ضوابط على رؤوس الأموال. وفقا لهذا الاستدلال، فإن الحكومات التي تعاني فجوة مصداقية كبيرة هي الأكثر تعرضا للهجمات المضاربية، وبالتالي الأكثر ميلا إلى فرض ضوابط على رؤوس الأموال<sup>1</sup>.

## 2.2. حماية المدخرات المحلية

يمكن للحكومات تحفيز تشكيل الادخار المحلي عن طريق منعه من تجاوز الحدود الوطنية، وذلك عبر تبني تدابير تحد من حركة رؤوس الأموال. استنادا إلى هذه الحجة، قام Jappelli and Pagano (1994)<sup>2</sup> ، بفحص الدور الذي يلعبه منح الائتمان للأسر في مجموعة من دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). أظهر المؤلفان أنه في إطار نموذج الأجيال المتداخلة\* Overlapping Generations Model (OLG)، تساهم القيود المفروضة على السيولة الممنوحة للأسر (سياسة نقدية انكماشية) في تحسين معدل الادخار، وبالتالي النمو الاقتصادي إذا كان نمو الانتاجية داخليا. تشير هذه النتائج إلى أن التحرير المالي في الثمانينات قد أسهم في تراجع معدل الادخار ومعدل النمو في دول منطقة OECD.

<sup>1</sup> Grilli, G. and Milesi-Ferretti, G. M. (1995). *op. cit.*, p. 520

<sup>2</sup> Jappelli, T. and Pagano, M. (1994). Saving, Growth and Liquidity Constraints, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, n°1, p. 84.

\* نموذج الأجيال المتداخلة، هو نموذج اقتصادي نعتبر فيه صنفين من الأعوان الاقتصاديين، الشباب والشيوخ. نعتبر أن الأعوان الاقتصاديين يعيشون فترتين. خلال الفترة الأولى، يكونون شبابا ويعيشون على الدخل المتأتي من العمل الذي يقدمونه؛ أما في الفترة الثانية، فيكونون شيوخا ويعيشون على الدخل المتأتي من مدخراتهم.

في الحقيقة، تكمن الاشكالية المطروحة بالنسبة للبلدان النامية في العثور على مصدر لتمويل عجز الحساب الجاري، عن طريق دخول رؤوس الأموال في شكل استثمارات أجنبية. ومع ذلك، نجد أن عمليات خروج رؤوس الأموال من قبل المقيمين تطرح صعوبة إضافية لمشكلة الاحتياج في تمويل الحساب الجاري. في الواقع، تعاني البلدان النامية خروجاً كبيراً في رؤوس الأموال، قدر هذا الخروج بنسبة 15% من إجمالي صادراتها في العام 2000 من قبل (Laurent *et al.* 2003).<sup>1</sup> يؤكد (Obstfeld and Rogoff (2000) هذه النتيجة من خلال إظهار أنه في الفترة 1997-1990، كان معدل الاحتفاظ بالادخار المحلي (الابقاء عليه في الداخل) (taux de rétention de l'épargne domestique) أكثر ارتفاعاً في دول OECD منه في البلدان النامية. وعليه، يكون من المنطقي التفكير في أنه إذا لم تكن هناك هذه "التسريبات" نحو الخارج، فإن البلدان النامية كانت ستحتاج لرؤوس أموال أجنبية أقل لأجل تمويل حساباتها الجارية. يقترح Boyer *et al.* (2004) ثلاثة استراتيجيات لمحاولة التغلب على هذه المشكلة:

- يجب اختيار نظام صرف ينسجم مع أسلوب التنمية المحلية واستقرار النظام المالي. وفقاً لهؤلاء المؤلفين، يتمثل الأمر دائماً في انتهاج سياسة ربط اسمي قوي (ancrage nominal fort) مع عملة احتياط، أو اللجوء إلى استخدام شكل من أشكال أنظمة الصرف غير تامة المرونة (dirty float). هنا، نلاحظ أوجه تشابه مع وجهة نظر (Schneider (2002)، الذي يوصي بإدخال شكل من أشكال المرونة في أنظمة صرف هذه البلدان، وهذا حتى تكون قادرة على إدارة التدفقات المتوقعة لرؤوس الأموال وتكون قادرة على "تحرير" السياسة النقدية لتتمكن من الاهتمام بأهداف الاستقرار الخارجي.

<sup>1</sup> Laurent, P., Ennajar, R., Meunier, N. et Seltz, V. (2003). Sorties de capitaux : Le verso de la balance des paiements, Lettre Économique de la CDC, n° 150, in Boyer, R., Dehove, M et Plihon, D. (2004). *op. cit.*, p. 194.

- يهدف الشق الثاني من الاستراتيجية إلى الرفع المباشر في حصة مصادر التمويل المحلية بالعملة الوطنية، وهذا عبر تعبئة مدخرات المقيمين. يكون تحقيق هذا الهدف عبر إصلاح النظام المالي المحلي لأجل الرفع من معدل الإبقاء على المدخرات المحلية. في هذا الصدد، يشير Boyer et al. (2004) إلى أن تحسين تنظيم ومرونة النظام المالي المحلي لا يعنيان بالضرورة تحريره الكامل، على الأقل في مرحلة أولى. وعليه، يذكر المؤلفون بأن البلدان الأوروبية كانت قد أسست تميمتها على أنظمة مالية مدارة، اشتملت على ضوابط فرضت على رؤوس الأموال الصادرة من قبل المقيمين فيها. إضافة إلى ذلك، يرى (2002) Stiglitz أن تحرير حساب رأس المال لم يكن ضرورياً. ويأخذ مثال البلدان الآسيوية، التي كانت تتمتع بمعدلات ادخار عالية جداً، لكن صندوق النقد الدولي أجبرها على انتهاج التحرير المالي الكامل في أواخر الثمانينات ومطلع سنوات التسعينات. في هذا الشأن، كتب قائلاً:

*« Or, je suis convaincu que la libéralisation des comptes d'opérations en capital a été le facteur le plus important dans la genèse de la crise. C'est la conclusion à laquelle je suis parvenu en étudiant avec soin ce qui s'est passé non seulement dans la région, mais aussi dans les autres crises économiques du dernier quart de siècle (...) et l'on voit toujours plus clairement que la libéralisation des comptes d'opérations en capital est trop souvent un risque qui ne rapporte rien. Elle peut exposer un pays à d'immenses périls, même s'il a des banques fortes, une Bourse solide et d'autres institutions que beaucoup de pays asiatiques n'avaient pas »<sup>1</sup>.*

وفقاً للنص السابق، يعتبر المؤلف أن تحرير حساب رأس المال غالباً ما يمثل خطراً محضاً. إذ يمكن أن يعرض البلد إلى مخاطر كبيرة، حتى لو كان يمتلك مصارف قوية، وسوقاً مالية قوية ومؤسسات أخرى لم تمتلكها العديد من البلدان الآسيوية.

- يمكن للبلدان النامية التي تسعى إلى التمويل الخارجي من إنشاء سوق دولي للأوراق المالية المحررة بالعملة المحلية. يدعو (2004) Eichengreen إلى خلق سوق بوحدة قياس مركبة (unité)

<sup>1</sup> Stiglitz, J. E. (2002). *op. cit.*, p. 167.

(de compte synthétique)، تتكون من سلة عملات البلدان الناشئة لتقليل مخاطر المقرضين. إذا ظهر بأن وحدة القياس هذه تميزت بالاستقرار النسبي وأن الأوراق المالية تقدم عوائد جذابة، فإن ذلك سيكون وسيلة لتمويل التنمية مع توزيع للخطر على المدخرين من البلدان الغنية. بعكس الاتجاه الحالي الذي يسلب الضوء على التناقض الذي بمقتضاه تمتص الدول الفقيرة معظم المخاطر والتكاليف المرتبطة بأزمات المالية الدولية<sup>1</sup>.

### 3.2. مرافقة برامج الإصلاحات الهيكلية

من المرجح أن تكون حرية حركة تدفقات رؤوس الأموال محلة بالتوازن عندما يكون البلد بصدد تنفيذ برنامج استقرار أو خطة إصلاح هيكلية. تعتبر مصداقية خطة الاستقرار ذات أهمية قصوى في تحديد نتائج حرية حركة رؤوس الأموال. في الواقع، يتسبب عدم مصداقية خطط الاستقرار هذه في زيادة تقلبات رؤوس الأموال، وبالتالي، يمكن أن تكون سببا في أزمات موازين المدفوعات. إذا كانت الخطة تحظى بالمصداقية في أعين المستثمرين الأجانب، فإن أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة التي عادة ما تكون مصحوبة ببرامج استقرار، يمكن أن تحدث تدفقا مؤقتا وكبيرا في رؤوس الأموال، وبالتالي تحسنا في سعر الصرف الحقيقي. هذا التحسن يعيق عملية إصلاح مبادلات السلع التي تسعى إلى خفض الحواجز أمام الواردات.

علاوة على ذلك، لا تكون الاستجابة للتدفقات الرأسمالية الكبيرة كافية إلا إذا كانت تشكيلة خصائص وطبيعة هذه التدفقات معروفة. من الواضح أن استثمارات المحفظة تكون أكثر تقلبا وغير مستقرة مقارنة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة على سبيل المثال. على وجه التحديد، يقترح أنصار فكرة فرض قيود على معاملات التدفقات المالية، تدابير من شأنها أن تعيق تدفقات رؤوس

<sup>1</sup> Boyer, R., Dehove, M. and Plihon, D. (2004). *op. cit.*, p. 195.

الأموال قصيرة الأجل، بدلا من التدفقات طويلة الأجل. من الناحية السياسية، لا بد أن يتركز الاهتمام على العلاقة بين الاستقرار السياسي، اختيارات الحكومة ومصداقيتها. في الواقع، تكون مصداقية الحكومة مضمونة، من بين أمور أخرى، عبر استقرار هذه الأخيرة ونوعية مؤسساتها. الحكومات التي تعاني فجوة في المصداقية هي الأكثر لجوءا لفرض ضوابط على رؤوس الأموال، وذلك للأسباب المذكورة في بداية هذه الفقرة. لهذا السبب نرى أن البلدان النامية تلجأ في كثير من الأحيان إلى فرض ضوابط على حركة رؤوس الأموال.

#### 4.2. الحفاظ على استقلالية السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف

نظريا، تقر الأدبيات الاقتصادية بمشروعية اللجوء إلى استخدام الضوابط على رؤوس الأموال باعتبارها حلا أمثلا من الدرجة الثانية\* (optimum de second rang)، للتخفيف من اخفاقات الأسواق مثل هشاشة الأنظمة المصرفية والمالية، عدم تماثل المعلومات، وغيرها. بالإضافة إلى ذلك، ترتبط أهمية الضوابط على رؤوس الأموال بقوة مع الطبيعة غير المستقرة للتدفقات المالية في اقتصاديات البلدان الناشئة، الأمر الذي أدى إلى إحداث أزمات مأسوية في نهاية سنوات التسعينات، وبخاصة في منطقة جنوب شرق آسيا<sup>1</sup>.

يمكن أيضا أن تستخدم الضوابط على رؤوس الأموال لمنع، أو ببساطة للحفاظ، على درجة معينة من الاستقلالية النقدية واستقلالية سياسة سعر الصرف. في الواقع، يمكن تفسير وضع هذه الضوابط من خلال الرغبة في التوفيق بين استخدام أسعار الفائدة وأسعار الصرف، بغية التحقيق الآني لأهداف متضاربة، سواء على الصعيد الداخلي (التحكم في التضخم) أو الخارجي (الحفاظ

\* تدرس نظرية الأمثلية من الدرجة الثانية، في إطار اقتصاد الرفاه (économie du bien-être)، ثاني أفضل حل عندما لا يمكن تحقيق أمثلية باريتو (optimum de Pareto) التي تطلق على حالة الكفاءة الاقتصادية التي تحدث عندما لا يمكن زيادة منفعة مستهلك أو سلعة ما إلا عن طريق الاضرار بمستهلك أو سلعة أخرى.

<sup>1</sup> Jégourel, Y. et Teïletche, J. (2001). Globalisation financière et autonomie de la politique monétaire, Revue Economique, Vol. 52, n°2, p. 401.

على قيمة العملة المحلية). عموماً، تسعى الضوابط المفروضة على رؤوس الأموال الصادرة إلى تجنب الضغوط التي قد تتسبب في انخفاض القيمة الاسمية للعملة الوطنية، دون تشديد الظروف النقدية الداخلية، ودون الأخذ بعين الاعتبار أو تنفيذ أية تدابير محددة. بالمقابل، تستخدم الضوابط على التدفقات الرأسمالية الواردة لتجنب تحسن سعر الصرف الاسمي نتيجة دخول قوي لرؤوس الأموال (زيادة الطلب على العملة المحلية)، دون التضحية بالسيطرة على الظروف النقدية المحلية. ومع ذلك، يأتي البحث عن الاستقلالية السياسية على حساب الانضباط أو بالأحرى العقلانية السياسية.

يمكن أن تبرر الضوابط على رؤوس الأموال في بعض الأحيان باعتبارات اقتصادية كلية، مثل مشكلات عدم تماثل المعلومات والسلوك المقلد (سلوك القطيع) في الأسواق المالية بالإضافة إلى الحاجة للحد من تقلبات تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف (Eichengreen and Mishkin, 1996); (Tornell, 1990); (Dornbush, 1986); (Tobin, 1978); (Mussa, 1998).

## 5.2. حماية الأسواق المالية الناشئة

يعتبر كل من Johnston and Tamirisa (1998)<sup>1</sup> أن فرض الضوابط على رؤوس الأموال يمكن أن يكون مرتبطاً بعدم كفاية مستوى تطور الأسواق المالية المحلية والمؤسسات. وفقاً لهؤلاء المؤلفين، يمكن تبرير الضوابط على رؤوس الأموال الواردة، من خلال الحاجة إلى حماية الأسواق المالية الأقل تقدماً. يرجع Johnston and Tamirisa (1998) إلى الأدبيات الاقتصادية حول المبادلات والتجارة الدولية لدعم وجهة نظرهما. وعليه، فقد قدما اثنتين من الحجج بذريعة الصناعة الوليدة. تمثلت الأولى في أنه إذا كانت الصناعة الوليدة محمية بالتعريفات أو الحواجز الجمركية،

<sup>1</sup> Johnston, R. B. and Tamirisa, N.T. (1998). Why Do Countries Use Capital Controls ?, IMF Working Paper n°181, p. 14.

فإنها سوف تكسب وفورات حجم، الأمر الذي سيساعدها في رفع إنتاجيتها إلى مستوى أعلى. أما الحجة الثانية، فقد تمت استعارتها من الاقتصاد الدولي، وتمثلت في أن الصناعة المحلية الوليدة قادرة على تخفيض تكاليف إنتاجها المرتفعة من خلال التعلم بالممارسة (learning by doing). ومع ذلك، لا تبرر الحجتان المستعارتان إلا اللجوء المؤقت للحواجز الجمركية وحماية الصناعة المحلية. وعليه، قلل مؤلفون آخرون من أهمية هذه الأطروحة الحمائية، بحجة أن إمكانية خلق وفورات حجم أو الاستفادة من التعلم بالممارسة ليست كافية لتبرير وضع تدابير حمائية، نظرا إلى أن تكلفة الإنتاج المبدئية المرتفعة يمكن تحملها من قبل المؤسسة واعتبارها استثمارا يمكن تمويله عن طريق سوق رؤوس الأموال.

يمكن نقل حالة حماية الصناعات الوليدة إلى دراسة الأسواق المالية التي تعاني نقصا في الكفاءة. في الواقع، يمكن أن تكون سياسة الدعم المباشر، تطوير السوق المالي أو القروض الحكومية المباشرة الممنوحة للصناعة، أعلى من حماية الصناعة الوطنية، من حيث الكفاءة الاقتصادية. تؤثر هذه التدابير مباشرة في أصل التشوهات، وبالتالي تجنب خلق خطر أخلاقي بسبب حماية مبادلات الاستهلاك والصناعات المحلية الأخرى. في مقابل ذلك، يخشى أن تتحول التدابير الحمائية الموضوعية مبدئيا بصورى مؤقتة إلى دائمة. علاوة على ذلك، بما أن الأسواق المالية لا تخضع لذات المنطقية السائدة في الأسواق الأخرى للسلع والخدمات، فإن هناك مشكلات تتعلق بتطبيق حجة حماية الصناعات الوليدة على الأسواق المالية. لأنه بمنع دخول أدوات مالية جديدة والحد من دخول متعاملين جدد على مستوى الأسواق المالية المحلية، فإن الضوابط على رؤوس الأموال ستمنع أكثر مما تسهل تطور الأسواق المالية والمؤسسات المنظمة لسير عمل النظام المالي.

يعتبر (Johnston and Tamirisa (1998) أن حجة حماية الصناعات الناشئة عن طريق اتخاذ تدابير حمائية تنتمي إلى فئة الحلول من الدرجة الثانية في إطار اقتصاد الرفاه. تتمثل الأمثلة من الدرجة الأولى في المعالجة المباشرة لمصدر الشذوذ (anomalie). يمكن أن تأخذ هذه التشوهات وبخاصة في البلدان النامية، شكل عدم تماثل المعلومة، هشاشة الأنظمة المصرفية، مشكلات المخاطر الأخلاقية ذات الصلة بالضمانات الرسمية الممنوحة وغياب أسواق مالية متطورة.

علاوة على ذلك، يذكر المؤلفون أن حركة رأس المال تقلل من اتساع تأطير الائتمان والضوابط على أسعار الفائدة المحتفظ بها لاعتبارات السياسة النقدية. يرتبط السبب برفع إمكانيات إزالة هذه الضوابط (على أسعار الفائدة) من خلال الحركات المستمرة لتدفقات رؤوس الأموال. وعليه، قد يسعى بلد ما إلى الحد من حركة تدفقات رؤوس الأموال، عندما تكون الأدوات النقدية للرقابة غير المباشرة غير كافية بالإضافة إلى عدم توفر الوقت الكافي لتطوير الأدوات، الأسواق والقدرة المؤسسية للاعتماد على أدوات الرقابة غير المباشرة<sup>1</sup>.

## 6.2. الحفاظ على قاعدة ضريبية محلية

في الواقع، تمكن الضوابط على رؤوس الأموال الحكومات من فرض ضرائب على أصحاب الأصول النقدية والمالية في الاقتصاد بسهولة أكبر. كذلك، وجود هذه الضوابط يسمح بفرض تدابير إدارية من شأنها أن تؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة المحلية، وبالتالي تسهل تمويل النفقات الميزانية للحكومة بأقل تكلفة. تشير الأدبيات المخصصة لضريبة التضخم في اقتصاد مفتوح إلى أن الضوابط على رؤوس الأموال تخفض من التكلفة الحقيقية للدين المحلي.

<sup>1</sup> Johnston, R. B. and Sundararajan, V. (1999)., in Johnston, R.B. and Tamirisa, N.T. (1998). *op. cit.*, p. 15.

في الواقع، يقلل فرض القيود على الأصول الأجنبية إلى حد كبير من قدرة المتعاملين المحليين على التخلص من ضريبة التضخم. يمكن للحكومة أن تفرض تدابير مثل زيادة معامل الاحتياطات الالزامية، التي ترفع من الطلب على النقود وبالتالي توسع من قاعدة ضريبة التضخم. في هذا الصدد، يرى (Drazen 1989) أن هذه التدابير تتسبب في آثار سلبية على المدى الطويل، لأنها لا تشجع على تراكم رأس المال ويرجع ذلك إلى زيادة معدلات الفائدة على الاقتراض التي تفرضها المصارف على القروض الممنوحة<sup>1</sup>. يبين (Brock 1984) أنه بهدف الحفاظ على مداخل سك العملات بعد تفكيك الحواجز المفروضة على حركة السلع وتدفقات رؤوس الأموال، يمكن للبنك المركزي أن يفرض متطلبات لتشكيل احتياطات على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة<sup>2</sup>. كان هذا هو الحال بالنسبة لتشيلى عندما قامت بفرض احتياطات دون مقابل (لا تمنح عليها فائدة) في جوان من العام 1991، على الرغم من أن الفكرة الرئيسية وراء فرض هذه الاحتياطات كانت بالنسبة لتشيلى، هي تثبيت رؤوس الأموال قصيرة الأجل الواردة والتي تسعى إلى الاستفادة من فرق سعر الفائدة المرتفع على مستوى السوق في تشيلى<sup>3</sup>.

عموماً، نجد أن القيود المفروضة على الصرف وتحويلات العملات دائماً ما تترافق بأنواع مختلفة من القيود المفروضة على الأسواق المالية، مثل الضوابط على أسعار الفائدة، القيود المفروضة على محافظ المصارف والضوابط على الائتمان. يمكن للحكومة أن تلجأ إلى هذا النوع من التدابير بهدف التقليل من تكلفة القرض المحلي. أجرى (Giovannini and de Melo 1993)<sup>4</sup> دراسة تجريبية اشتملت على عينة من البلدان النامية بهدف توضيح التفاعلات الموجودة بين الضوابط المالية والسياسات المالية. لقد قاما بإجراء مقارنة بين تكاليف الاقتراض المحلي

<sup>1</sup> Grilli, G. and Milesi-Ferretti, G. M. (1995). *op. cit.*, p. 523.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 523.

<sup>3</sup> Minda, A. (2001). *op. cit.*, p. 101.

<sup>4</sup> Giovannini, A. and de Melo, M. (1993). *op. cit.*, p. 953.

والاقتراض الأجنبي لعينة من البلدان النامية، وتوصلا إلى أنه حتى في ظل غياب الكبح المالي، تسمح الضوابط الفعلية المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال الخارجة، بخفض تكلفة تمويل الدين الحكومي من خلال خفض أسعار الفائدة الحقيقية. شبه مؤلفو هذه الدراسة الضوابط التي تفرضها الحكومة على الأسواق المالية بشكل من أشكال الضرائب.

اهتم<sup>1</sup> McKinnon (1973) ; Shaw (1973) ; Goldsmith (1969) بالإضافة إلى آخرين كثر، بالروابط الموجودة بين التنمية المالية والأداء الاقتصادي. تمت مواصلة أعمالهم من خلال كتابات Roubini and Sala-i-Martin (1992)، التي ركزت على العلاقة بين نظام الصرف، درجة التنمية المالية والنمو الاقتصادي، فضلا عن أعمال King and Levine (1993) حول أهمية النظام المالي في تحفيز الابتكارات وبالتالي النمو الاقتصادي. أكد هؤلاء المؤلفون من خلال هذه الدراسات على أن النظم المالية الخاضعة للضوابط وبالتالي "المتخلفة" تسمح للحكومات بتغطية الانفاق العام بسهولة أكبر، خصوصا لما يكون النظام الضريبي غير فعال. لكن هذه الضوابط تضع عقبات أمام التنمية، سواء بالنسبة إلى النظام المالي أو الاقتصاد في مجمله.

<sup>1</sup> Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 156.

## خلاصة الفصل

أردنا من خلال الفصل الأول، تسليط الضوء على الفرص التي يمكن أن يمنحها التحرير المالي للبلاد النامية وهذا من خلال عرض للنظريات الداعمة لوجهة النظر هذه، ثم التطرق لطروحات المعارضة التي نادى أساسا بضرورة الإبقاء على تدخل الدولة في الاقتصاد، والتنبيه لخصائص البلاد النامية التي تختلف عن الدول الصناعية في العديد من الأبعاد. في الواقع، لم تتوقف الأعمال التي اهتمت بالمنافع التي يمكن أن يحدثها التحرير المالي على النمو الاقتصادي عن التنامي أبدا. على وجه التحديد، تركز عدد كبير من الأبحاث على دراسة القنوات التي من خلالها يمكن للتحرير المالي أن يؤثر في النمو.

في الواقع، هناك العديد من القنوات المباشرة وغير المباشرة، التي يمكن أخذها بعين الاعتبار. هذه القنوات، تسمح للبلاد النامية بتمويل مزيد من الاستثمارات وبالتالي تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى. ومع ذلك، فقد أصر بعض الاقتصاديين على حقيقة أنه حتى تتمكن البلاد النامية من دعم النمو داخلها، لا بد من أن تتوفر على أنظمة مالية متطورة. على الرغم من اختلاف وجهات النظر بهذا الشأن، فإن غالبية الأعمال الأكاديمية تصر على واقع أن التحرير المالي نافع بالنسبة للبلاد النامية، بعد تحقيق مستوى معين من شروط التنمية المؤسسية والمالية. وعليه، يطرح التساؤل التالي: ما هي الشروط المسبقة التي يجب أن تتوفر في البلد النامي حتى ينتفع من العولمة المالية ويقلل من احتمالات التعرض لمخاطرها؟ هذا ما سنحاول التعرف عليه في الفصل الموالي.

## الفصل الثاني: العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي

المبحث الأول: التنمية المالية والنمو الاقتصادي

المبحث الثاني: التحرير المالي والنمو: نظرة على الأدبيات التجريبية

المبحث الثالث: العلاقة بين التحرير المالي والنمو: رؤية جديدة

## الفصل الثاني: العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي

### تمهيد

يهدف مفهوم التحرير المالي في المقام الأول إلى التأثير في التنمية المالية والنمو

الاقتصادي (Klein and Olivei, 2000). في الواقع، تظهر العديد من التجارب أن التحرير الخارجي

يمكن أن يحفز التنمية المالية. كما أن نظاما ماليا متطورا بشكل كاف يكون له تأثير إيجابي على

النمو الاقتصادي. هناك العديد من الأعمال التي اهتمت بدراسة العلاقة المحتملة بين مستوى

التنمية المالية والنمو الاقتصادي (King and (Mckinnon ; Shaw, 1973) ; (Goldsmith, 1969) ;

Levine, 1993).

يهدف هذا الفصل بالأساس إلى البحث في العلاقة المحتملة بين التحرير المالي والنمو

الاقتصادي، فضلا عن الشروط الواجب تحقيقها من قبل البلدان النامية حتى تجني منافع العولمة

المالية وتخفف من تكاليفها.

## المبحث الأول: التنمية المالية والنمو الاقتصادي

إن وجود نظام مالي متطور كفاية، من شأنه أن يسمح بتخصيص الموارد نحو أفضل الاستخدامات. وبالتالي، فإن معظم الاقتصاديين يعتبرون أن التنمية المالية تعتبر بمثابة محفز للنمو الاقتصادي، ويستند هذا الرأي على تحليل نظري عميق وعدة أعمال تجريبية.

### 1. التحليل النظري للعلاقة بين التنمية المالية والنمو

تعود أولى الدراسات التي تناولت موضوع العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي إلى عام 1911، لما أكد (Schumpeter (1911 في مؤلفه الموسوم بنظرية التنمية الاقتصادية (Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung) على أن الائتمان يساهم في التنمية الصناعية، كما أنه يعتبر شرطاً مسبقاً للإنشاء والتطوير وبالتالي للنمو الاقتصادي. لذلك، حاول أن يظهر بأن المصرف من خلال توفيره التمويلات الضرورية للمبتكر لأجل تمويل مشروعه، يلعب دور محفز للنمو الاقتصادي.

حاول (Gurley and Shaw (1956 إثبات أن تنمية القطاع المالي يمكن أن تحدث نوعين من التأثيرات على القطاع الحقيقي. من جهة، فإنها تعزز تنوع المؤسسات المالية، والذي بدوره يسمح برفع القدرة التمويلية داخل الاقتصاد. ومن ناحية أخرى، يسمح القطاع المالي المتطور بتجميع وتخصيص أفضل للادخار نحو المشروعات عالية الإنتاجية، وبالتالي يدعم النمو الاقتصادي.

تمت دراسة العلاقة (تنمية مالية-نمو اقتصادي) بمزيد من التفصيل، خاصة في أعمال (Goldsmith (1969 ; McKinnon (1973. ترى مدرسة الكبح المالي أنه يمكن للقطاع المالي أن

يلعب دورا هاما في سير عملية النمو الاقتصادي، لكن هذا الدور قد يكون محدودا إذا كانت الحكومة تتدخل في الأسواق أو في تخصيص الائتمان، إلى غير ذلك من التدخلات.

في الواقع، حاول (Goldsmith 1969) أن يظهر بأن تنمية القطاع المالي من خلال تنويع الأدوات المالية، من شأنها أن تسمح بتخصيص أفضل للموارد نحو الاستثمارات الأعلى إنتاجية والتي بدورها سوف تدعم النمو الاقتصادي.

ومع ذلك، فإن الدراسات المقدمة من قبل McKinnon and Shaw، كانت هي الأبرز في هذا النقاش، حيث أنها حاولت تقديم تفسير نظري للروابط بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي. وفقا لهذين المؤلفين، للتنمية المالية تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي، كما يريان أن حالة الكبح المالي التي تتسم بالتدخل الحكومي الواسع في الأنشطة الاقتصادية والمالية، قد تكون وراء حالة تباطؤ النمو الاقتصادي. وعليه، فإن التوصيات الرئيسية المتأتية من هذه المدرسة تسعى إلى تحرير القطاع المالي، والذي بدوره يؤثر في النمو الاقتصادي من خلال التنمية المالية. لطالما اعتبرت الاضافة التي أتى بها (McKinnon 1973)، والمتعلقة بهذه النقطة، مدخلا أمام محاولات جديدة لدراسة تأثير التنمية المالية على النمو الاقتصادي. لقد اهتمت هذه الأعمال بدراسة مدى تأثير تطور وظيفة الوساطة المالية على النمو الاقتصادي. في الواقع، أظهرت العديد من الدراسات النظرية أنه من المرجح أن تكون للوساطة المالية تأثيرات إيجابية على النمو. بالنظر إلى قدراتها وخبراتها الخاصة وامتيازاتها في الوصول إلى المعلومة، ينتظر من المصارف أن تضمن تمويلا أمثلا للمشاريع الاستثمارية.

يضيف (Bernard 2000) بأن نظاما ماليا متطورا يمكن أن يؤثر في معدل النمو عبر عدة قنوات. من جهة، يضمن النظام المالي توفير السيولة. نجد أن الأعوان الاقتصاديين، لا سيما

الأسر التي تعتبر المصدر الرئيس للادخار، لديه م تفضيل أكيد للسيولة. هذه الرغبة في السيولة تدفعهم إلى تفضيل توظيفات (استثمارات) سائلة على حساب التزامات أقل سيولة في مشاريع استثمارية قد تكون حتى أكثر إنتاجية. وهكذا، بضمان المصارف لسيولة مدخرات الأسر، تسمح برفع معدلات الاستثمار. من جهة أخرى، يسمح بتحكم أفضل في المخاطر الملازمة للمشاريع الاستثمارية. بفضل خبراتهم الخاصة وقدراتهم المتميزة في الوصول إلى المعلومة، يستطيع الوسطاء الماليون تمويل المشروعات الأكثر ربحية والسماح للمشروعات المبتكرة بالظهور.

قدم Levine (1997) موجزا للمهام الرئيسية الموكلة للنظام المالي والتي تعتبر الأصل في العلاقة الايجابية بين مستوى التنمية المالية والنمو الاقتصادي. على العموم، يمكن تلخيصها في خمسة وظائف (أنظر الشكل 1.2) كما يلي<sup>1</sup>:

### 1.1. اكتساب للمعلومات الضرورية لأجل تخصيص أفضل للموارد

إن هيمنة نظام مالي يتميز بعدم تماثل المعلومات يمكن أن يمثل عقبة أمام تحقيق تخصيص أمثل للموارد. بحسب Hay (2000) في إطار عملية إقراض-اقتراض، من الممكن تحديد ثلاث حالات قد تؤدي إلى عدم تماثل المعلومة:

- قبل توقيع عقد القرض، بحيث أن المقرضين الفرديين (الم عزولين) يكونون غير قادرين على المفاضلة بطريقة كفئة من بين طلبات التمويل المختلفة، المشروعات الأكثر أمانا والأكثر ربحية. يعتبر هذا النوع من عدم تماثل المعلومة القبلي (*ex-ante*)، السبب في حدوث مشكلة سوء الاختيار.

<sup>1</sup> Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Vol. XXXV, pp. 691-701.

- أثناء سير العقد، يمكن أن يختار المقرض من بين مشروعاته الاستثمارية مشروعاً أكثر خطورة من ذلك الذي عرض على المقرض، والذي على أساسه تحصل على القرض. تصنف هذه الظاهرة في إطار الخطر الأخلاقي.

- في مرحلة بعدية (*ex-post*)، يجد المقرض في هذه الحالة نفسه عاجزاً عن التقييم الدقيق لمعدل العائد على المشروع المنجز من طرف المقرض الذي قد يتشجع على إعلان دخل أدنى من المحقق فعلياً. تصنف هذه المشكلة في إطار الانتهازية.

وهكذا، يمكن ملاحظة أن عدم تماثل المعلومة في جميع أشكاله، قد يكون ضاراً للنشاط الاقتصادي من خلال سوء استخدام لرأس المال المالي \* (Financial Capital) المتاح، وبناء على ذلك لا يسمح بتخصيص أفضل للموارد نحو المشروعات الأكثر إنتاجية. من هنا تأتي أهمية دور الوسطاء الماليين في تجميع ونشر المعلومة. إن الفكرة القائلة بأن الوسطاء الماليين يلعبون دوراً مهماً في التقليل من عدم تماثل المعلومة، قد تم تطويرها بالتفصيل من طرف Boyd and Prescott (1986). نظراً إلى التكاليف التي يجب أن يتحملها كل مقرض لأجل الحصول على المعلومة التي تتعلق بربحية المشروعات الطالبة للتمويل، يمكن أن ينظر إلى المركزية باعتبارها حلاً، لأن تكلفة الحصول على المعلومة تقل عندما تكون هناك مركزية في المعلومات \*\*.

تمت دراسة وتطوير مفاهيم تكاليف البحث عن المعلومات، واقتصاديات الحجم الناشئة عن

مركزية أنشطة (الاقراض-الاقتراض) داخل المصرف، من طرف Greenwood and Jovanovik

\* نعي رأس المال المالي مجموع الأموال المستخدمة من قبل المنظمين (رجال الأعمال) والشركات لاقتناء ما يحتاجون إليه لإنتاج منتجاتهم أو تقديم خدماتهم للقطاع الاقتصادي الذي تقوم عليه أنشطتهم. عموماً، يتشكل رأس المال المالي من الموجودات في صورة أصول مالية، بالأساس شهادات الملكية طويلة الأجل (أسهم وما يماثلها) أو شهادات الدين (سندات وما يماثلها).

\*\* نقصد بمركزية المعلومة هنا، إيجاد جهة معينة (قد تكون مصرفاً) يحمل على عاتقه مسؤولية تجميع المعلومات الضرورية لتحقيق تخصيص أمثل للموارد.

(1990) وذلك باعتمادهما على نظرية المباريات \* (Game Theory). يربط هذان المؤلفان الدور الإعلامي للمصارف بنمو الإنتاجية، إذ يفترضان بأن كل مستثمر (ع ميل) يواجه نوعين من الصدمات: صدمة تكنولوجية مشتركة بالنسبة لكافة تقنيات الإنتاج، وصدمة خاصة بكل مشروع. إذن، هناك عدم تماثل في المعلومة في ما يتعلق بالصدمات التي قد تكون موجودة، الأمر الذي يدفع بالأفراد (العملاء) إلى تشكيل تحالف (تعاون) في صورة وسيط مصرفي. في الواقع، يمكن للوسطاء المصرفيين تحييد الصدمات الخاصة بالمشروعات عبر إدارة محافظهم، كما أنهم قادرون على الكشف عن وجود صدمة يمكن أن تؤثر على أغلبية المشاريع. تسمح مركزية المعلومات بتمييز الصدمات واختيار التكنولوجيا الأكثر ملائمة بالنسبة للصدمات التي تم تحديدها. وبالمثل، بفضل اقتصاديات الحجم التي تم انشاؤها بواسطة ائتلاف (تعاون) المستثمرين الفرديين، عبر جمع، تحليل واستخدام المعلومات، يمكن للمصارف توجيه الموارد المتوفرة في الاقتصاد نحو المشروعات التي ترى بأنها الأكثر ربحية.

بحسب (Guille 1994) يمكن تصنيف المعلومات التي تتحصل عليها المصارف إلى

داخلية وخارجية:

- المعرفة الخارجية، والتي تتأني أساسا من المعلومات التي يدلي بها المقترض. هذه المعلومات متاحة للجمهور ولا تبرر الدور المنوط بالمصارف.
- المعرفة الداخلية، وتقوم على تجميع البيانات، إنتاج المعلومات وتحليلها. وهي في هذه الحالة تمثل مصدر معلومات خاص بالمصارف، الأمر الذي يميزها عن المستثمرين (المقرضين)

\* نظرية تم تأسيسها عام 1944 على يد (John Von Neumann) و (Oskar Morgenstern). تعبر هذه النظرية عن دراسة عمليات اتخاذ القرارات الاستراتيجية. وبصفة أدق تتمثل في دراسة النماذج الرياضية لحالات الصراع (conflict) والتعاون (cooperation) بين صناع قرار (عملاء) يتسمون بالذكاء والعقلانية.

الفرديين. ولذلك، فإن للمصارف القدرة من خلال التفوق المعلوماتي على إجراء أفضل اختيار للمشاريع.

ومع ذلك، تبقى المصارف عاجزة عن القضاء على عدم تماثل المعلومة بشكل نهائي. يمكن تخفيضها من خلال وفورات الحجم التي تمتلكها مقارنة بالمقرضين الفرديين، لكنها تبقى خاضعة لعدم تماثل المعلومة لأن المعرفة التي اكتسبتها لن تكون بأي حال من الأحوال مماثلة لما يعرفه المقترضون عن أنفسهم.

## 2.1. تعبئة المدخرات

يعتبر الادخار عاملاً محفزاً للاقتصاد للأسباب الآتية:

- يمثل مصدراً للسيولة لا يمكن تجاهله؛
- يعتبر مصدراً مهماً من مصادر تمويل الاستثمارات؛
- يقلل من التبعية الاقتصادية الناجمة عن الاستدانة من الخارج.

وفقاً للتحليل الاقتصادي للرابط بين المالية والتنمية الاقتصادية، يعتبر الادخار شرطاً مسبقاً

للاستثمار المنتج والنمو الاقتصادي، وبالتالي التنمية الاقتصادية. هذه التحليلات تدعم فكرة أن نظاماً مالياً كفاً من شأنه أن يعزز النمو الاقتصادي. وهكذا، تقوم المساهمة الرئيسية للنظام المالي في النمو الاقتصادي على أن النظام المالي يضمن عمل نظام دفع كفاء وقابل للتطور، قادر على تعبئة المدخرات ويحسن تخصيصها نحو الاستثمار.

علاوة على ذلك، يؤكد (Aglietta 1995) على الأهمية الكبرى للمصارف، بحيث يقول:

*«Les projets d'investissement sont des paris industriels; les plans de financement sont des paris sur la qualité des paris industriels. Même si les marchés peuvent ultérieurement les relayer, même si des institutions*

*financières spécialisées peuvent prendre en charge des segments particuliers des financements dans la longue durée, les banques sont indispensables pour soutenir les plans de financement, parce qu'elles sont les seules à pouvoir arracher les paris sur l'avenir au carcan de l'épargne disponible»<sup>1</sup>.*

يمكن لتطور أسواق المال أو الوسطاء المصرفيين، أن يضمن تعبئة أفضل للمدخرات المتوفرة من خلال تسهيل تكثف الموارد المالية داخل الاقتصاد. وبالمثل، نجد أن تنويع الخدمات المعروضة من قبل المصارف من خلال منتجات جديدة (مثل: الادخار لأجل تحصيل سكن، لأجل الدراسة، ...)، يمكن أن تحفز المدخرين على امتلاك محافظ متنوعة وبالتالي تجميع كم أكبر من المدخرات. بالإضافة إلى ذلك، تسمح تعبئة المدخرات للوسطاء الماليين بتنويع المخاطر المرتبطة بالمشاريع الاستثمارية الفردية وباقتراح توظيفات ذات عوائد مرتفعة على المدخرين. هذه الشروط تشجع على الاحتفاظ بالادخار في صورة مالية، بدل الاحتفاظ به في شكل أصول حقيقية قليلة العائد. إن إعادة توجيه الادخار هذه يمكن أن تلعب دور دعامة لتنمية النظام المالي.

قدم كل من (1966) Chenery and Strout نموذجاً يحتوي على عجزين، والذي افترضاً فيه بأن الادخار الخارجي يتحكم في الت نمية الاقتصادية، هذا إذا كان الاختلال (ادخار-استثمار) والاختلال (واردات-صادرات) يمكن تغطيته. على الصعيد الداخلي، يتمثل الأمر في مراكمة الادخار الضروري لأجل تمويل الاستثمار الداخلي؛ أما على المستوى الخارجي، فيتمثل الوضع في البحث عن الموارد اللازمة لتمويل عجز ميزان المدفوعات.

تم طرح الفرضية القائلة بأن النظام المالي يضمن النمو الاقتصادي عن طريق تجميع

الادخار في إطار نماذج التحرير المالي التي تم تطويرها بالأساس من طرف McKinnon and Shaw، تفترض هذه النماذج أنه بإمكان الوسطاء الماليين الرفع من مستوى الاستثمار الداخلي عن

<sup>1</sup> Aglietta, M. (1995). Macroéconomie financière : Finance, croissance et cycles, Tome 1, La Découverte, Paris, p. 69, 70.

طريق تحريض تراكم الادخار الداخلي بفضل معدلات فائدة حقيقية موجبة وبتحفيز المنافسة بين مؤسسات التمويل.

وعليه، بحسب هؤلاء المؤلفين، يعتبر التحرير المالي الشرط الحاسم الذي يسمح بتجميع ادخار أكثر وتحقيق حجم استثمار أكبر.

### 3.1. مراقبة المسيرين

تعتبر رقابة سلوكيات المسيرين قناة أخرى يمكن للتمويل من خلالها أن يؤثر في النمو الاقتصادي. إن الدور الذي يلعبه المسيرين في تجميع، تحليل ونشر المعلومة يفسر الاهتمام بالدور الذي يقوم به هؤلاء. بتعبير آخر، يمكن للتمويل من التأثير في النمو الاقتصادي عبر تقليص تكلفة الحصول على المعلومة التي يجمعها المسيرين.

يشير (Sharpe 1990) ، إلى أن التطور والحفاظ على علاقة طويلة بين الوسطاء الماليين (ممثلين بالمسيرين) والمؤسسات يمكن أن تخفف من تكاليف الحصول على المعلومة. في هذه الحالة، فإن تقليص عدم تماثل المعلومة يسمح بتوجيه الموارد نحو المشروعات المنتجة.

لقد أشار كل من<sup>1</sup> Bencivenga and Smith (1993) إلى أنه في ما يتعلق بنمو بعيد المدى فإن القرارات المتخذة بغية إحداث رقابة فعلية على أنشطة المسيرين تعمل على تشجيع تراكم أكثر استقراراً لرأس المال ونمو أسرع وهذا من خلال تحسين تخصيص رأس المال.

في الواقع، يسمح الوسطاء الماليون بالرفع من إنتاجية الاستثمارات ، من جهة عن طريق توجيه الموارد اللازمة نحو الاستثمارات غير السائلة ذات معدل العائد المرتفع؛ ومن جهة أخرى،

<sup>1</sup> Bencivenga, V. R. and Smith, B. D. (1991). *op. cit.*, p. 196.

عن طريق تقليص عدد الاستثمارات التي تتم تصفيتها قبل آجال الاستحقاق. بعبارة أخرى، الرفع من حصة الادخار المنتج وتجنب الفشل المسبق للاستثمارات.

#### 4.1. تقليص المخاطر

عند قيام الأعوان الاقتصاديين بممارسة أنشطتهم يكونون بحاجة إلى أصول سائلة، أي وسائل دفع متوفرة لأجل تسوية مبادلاتهم من دون تحملهم تكاليف معاملات. وعليه، فإن كل مستثمر يمكن أن يتعرض لخطر السيولة.

في الواقع يتأتى خطر السيولة بالأساس من عدم اليقين المرتبط بتحويل بعض الأصول إلى وسائل دفع. كذلك، هو يتضمن تصفية الأصول المالية قبل تواريخ الاستحقاق، والذي يمكن أن يحدث انخفاضاً في عائدها ويتسبب في خسائر كبيرة للمستثمرين.

يمثل خطر السيولة عائناً كبيراً أمام المعاملات بين المقرضين والمقترضين، هذا لأن المستقبل غير أكيد، فإن المقرضين يمكن أن يتعرضوا إلى صدمات تمنعهم من الحصول على مواردهم قبل نهاية أجل الاستثمار. هذا الحاجز أو القيد يدفع من جهة، بالمقترضين إلى تصفية استثماراتهم قبل الآجال لأجل دفع ما عليهم من مستحقات؛ من جهة أخرى، يدفع بالمدخرين إلى توظيف مواردهم في استثمارات سائلة لكن قصيرة وبعائد ضعيف، بدل التوجه نحو مشاريع أطول وأكثر إنتاجية ولكن أقل سيولة.

بحسب (Renversez 1995)، يعتبر الأصل سائلاً إذا كان قابلاً للتفاوض بشكل فوري من دون أرباح أو خسائر حساسة في رأس المال. وعليه، فإن تحويل أصول غير سائلة إلى سائلة (في شكل ودائع تحت الطلب أو جارية من دون تكلفة تحويل أو خطر) يعتبر خدمة مصرفية أساسية.

لقد تم إدراج هذه الخاصية للوساطة من طرف <sup>1</sup> Bencivenga and Smith (1991) في نموذج نمو داخلي، لأجل تحديد آثارها على النمو.

في إطار هذا النموذج، افترض ال مؤلفان أن الأعوان يعيشون ثلاثة مراحل، كما أن لهم إمكانية الحصول على استثمار سائل ليس بالمنتج مباشرة ، واستثمار غير سائل لكنه منتج، حيث أن العائد مرتبط بتاريخ تصفية الاستثمار. إذا تمت تصفية الاستثمار المنتج قبل الآجال اللازمة، فإن العائد الذي يدره يكون أقل من ذلك المتأتي من الأصل السائل. وعليه، هنا يبرز ال باحثان أهمية الدور الذي تلعبه المصارف لأجل توفير خدمات السيولة.

بضمانه للسيولة، يسمح النظام المصرفي للمدخرين بتملك ودائع مصرفية بدلا من أصول سائلة ولكن غير منتجة، وبالتالي يقدم عن طريق هذه الآلية الأصول اللازمة لأجل الاستثمار الطويل المنتج.

يؤكد (1991) Levine ، على أنه بالإمكان التحكم في خطر السيولة بشكل مباشر عن طريق تفعيل سوق رأس المال. إن إنشاء مثل هذا السوق يسمح للأعوان الاقتصاديين بتداول الأصول في ما بينهم وبالتالي تجنب التصفية السابقة لأوانها لرأس المال المنتج. كذلك، نجد أنه يمكن أن يكون هناك خطر إنتاجية والذي يحدث أثرا معاكسا على النشاط الاقتصادي. ينشأ هذا الخطر عند سوء استخدام التقنيات من طرف المستثمرين في مشروعاتهم<sup>2</sup>.

أشار (1999) Turunç ، في حديثه عن هذا الدور للوساطة المالية، إذ قال بأن المؤسسة المصرفية من جهة، تحسن إدارة المخاطر . ومن جهة أخرى، تمتلك ميزة نسبية في مجال تجميع

<sup>1</sup> *Ibid.*, p. 196.

<sup>2</sup> Levine, R. (1991). Stock markets, growth, and tax policy, *Journal of Finance*, vol. XLVI, n°4.

المعلومات، وبالتالي تسمح للمستثمرين بتجاوز هذا الخطر والرفع من الإنتاجية الحدية لاستثماراتهم<sup>1</sup>.

نجد أن Greenwood and Jovanovic (1990) قد أكدوا على أن وجود الوسطاء الماليين يقلص من نسبة الخطر الاقتصادي، لكنه كذلك يضمن عائدا مرتفعا للاستثمارات، الأمر الذي يقود بالضرورة إلى تشجيع النمو<sup>2</sup>.

### 5.1. التخصص وتسهيل المبادلات

بفضل قدراتهم على تجميع وتحليل المعلومة، تجميع الادخار وتوجيه أفضل للموارد، يسمح الوسطاء الماليون للمشروعات المبكرة بالولادة، فبحسب Guillaumont and Kpodar (2004) فإن مساهمة التنمية المالية في النمو تكون عبر تأثير النظام المالي في التجارة أو في زيادة حجم المبادلات من جهة؛ وعلى مستوى حجم ونوعية الاستثمارات من ناحية أخرى.

كما أشار Schumpeter من قبل، ذهب Hugh (1966) إلى أن التنمية المالية تحدث أثارا حميدة خلال الفترات الأولى للتطور الاقتصادي، هذا عن طريق تمويل الاستثمارات التي تحمل في طياتها ابتكارات تكنولوجية. وعليه، فإن نظاما ماليا متطورا، يمكن عبر تمويله للمشاريع المنتجة، من تشجيع المستثمرين على الابتكار والتخصص في مجالات محددة.

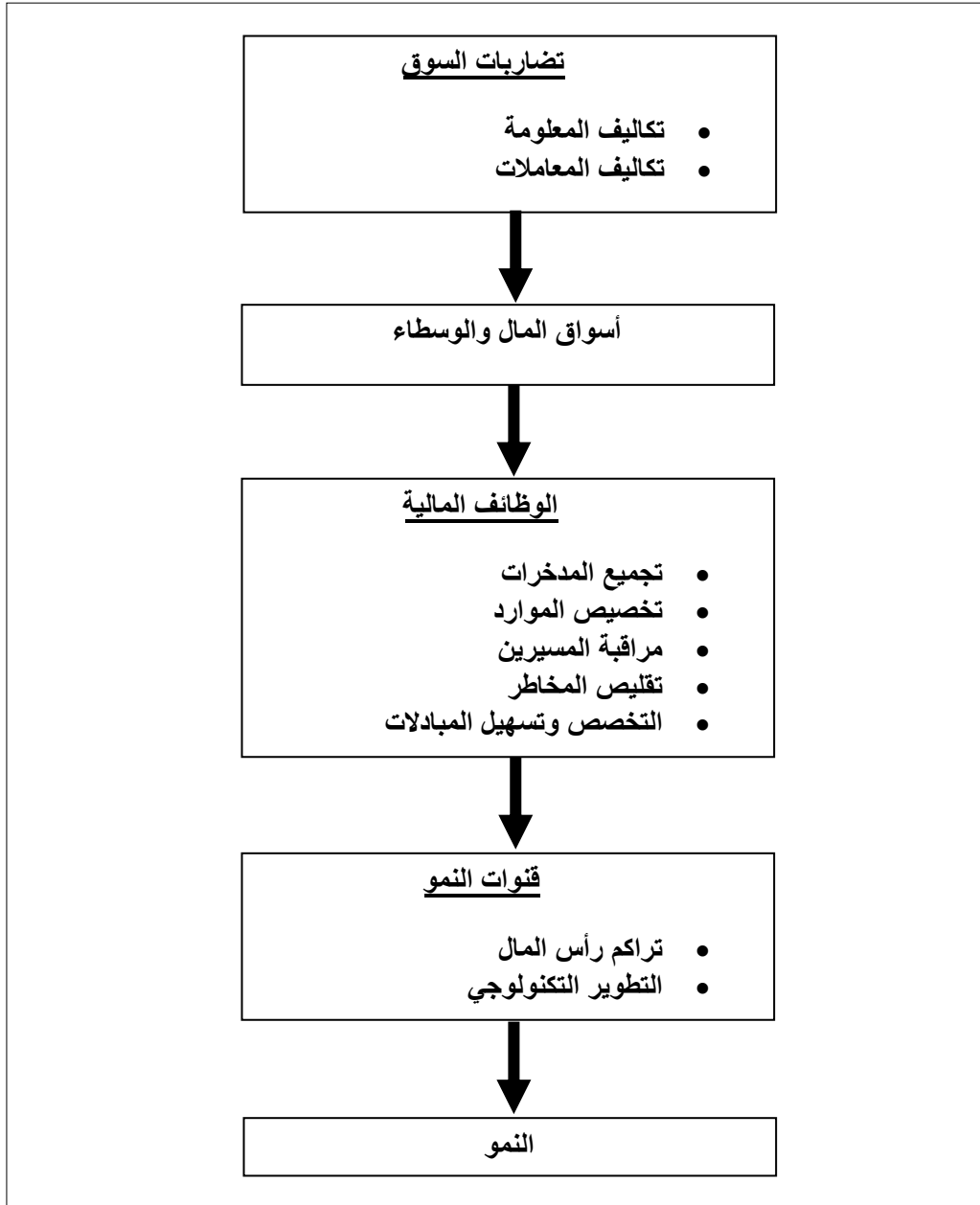
<sup>1</sup> Turunç, G. (1999). Développement du secteur financier et croissance économique : le cas des pays émergents méditerranéens, Revue Région et Développement, n°10, p. 94.

<sup>2</sup> Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, Journal of Political Economy, Vol 98, n°5, p. 51.

نجد أيضا (Sokoff (1997)، الذي أكد على أن وجود نسيج مالي متطور يمكن أن يساعد

الشركات على استخدام التقنيات الجديدة، الشيء الذي يكون له كبير الأثر على الابتكار

والتخصص، وبهذا يمكن أن يتبع ذلك بأثر إيجابي على الاقتصاد الحقيقي ويشجع النمو<sup>1</sup>.



الشكل 1.2. العلاقة النظرية بين التنمية المالية والنمو

Source : Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda, *op. cit.*, p. 691, (author's translation).

<sup>1</sup> *Ibid.*, p. 51.

## 2. التحليل التجريبي للعلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي

تعرضت العديد من الأعمال التجريبية إلى العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي.

يكاد يكون هناك توافق تام حول العلاقة الايجابية بين التنمية المالية والمتغيرات ذات الطبيعة الحقيقية مثل معدل الاستثمار أو إنتاجية رأس المال، وبالتالي النمو الاقتصادي<sup>1</sup>.

يعتبر (Goldsmith (1969) من أوائل الاقتصاديين الذين درسوا العلاقات بين النمو

الاقتصادي ومؤشرات التنمية المالية. استخدم عينة تتشكل من 35 بلدا خلال الفترة بين عامي

1860 و 1963. وقد اعتمد في قياس التنمية المالية على قيمة الأصول التي بحوزة الوسطاء

الماليين إلى إجمالي GDP. وقد خلص إلى وجود شكل من أشكال التآزر (synergy) بين التنمية

المالية والنمو الاقتصادي. حاول (Roubini and Sala-i-Martin (1992) تحليل آثار التشوهات في

أسواق رؤوس الأموال (بخاصة الكبح المالي) على معدلات النمو الاقتصادي<sup>2</sup>. بتبنيهم لأفكار

McKinnon and Shaw، اعتبر Roubini and Salai- Martin أنه لما تتم إعاقة سير عمل القطاع

المالي بسبب تشوهات، مثل الكبح المالي، فإن الاقتصاد لا ينتفع من مجموعة الخدمات المالية

المتاحة. تم قياس الكبح المالي في دراستهم، عبر متغير صوري (dummy variable) تتبع تشكيلة

أسعار الفائدة الحقيقية. أجريت الدراسة على 53 بلدا، وتوصل الباحثان إلى أن درجة عالية من

الكبح المالي تقود نحو ضعف في النمو الاقتصادي<sup>3</sup>. بالمثل، أراد (King and Levine (1993)

معالجة النقائص التي أظهرتها أعمال (Goldsmith (1969)، حيث قاما بإجراء دراسة خلال الفترة

<sup>1</sup> Kpodar, K. (2004). Le développement financier et la problématique de réduction de la pauvreté, Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI), Etudes et Documents, n°8, p. 11.

<sup>2</sup> Roubini, N. and Sala-i-Martin, X. (1992). Financial Repression and Economic Growth, Journal of Development Economics, Vol 39, p. 6.

<sup>3</sup> *Ibid.*, p.4.

1960-1989، حول العوامل المالية التي يرجح أن تؤثر في النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

ولقد تمكنا من تقديم مجموعة من المؤشرات التي تسمح بقياس التنمية المالية:

- نسبة السيولة: تقيس بعد (dimension) الوسطاء الماليين من خلال حجم الخصوم السائلة

للمؤسسات المالية (نقود سائلة، الودائع تحت الطلب والودائع لأجل) نسبة إلى GDP؛

- حصة القروض المصرفية الممنوحة من قبل البنوك التجارية مقارنة بمجموع القروض المحلية؛

- حصة القروض البنكية الممنوحة لمؤسسات القطاع الخاص (باستثناء القروض الممنوحة

للمصارف)؛

- حصة القروض الممنوحة لمؤسسات القطاع الخاص إلى إجمالي GDP.

توصل King and Levine (1993) إلى أنه يمكن القضاء على قرابة ثلث الفارق في النمو

بين الدول عن طريق زيادة حجم القطاع المالي. اهتم Atje and Jovanovic (1993) بدراسة تنمية

الأسواق المالية. وقد خلص الباحثان، استنادا إلى دراسة اشتملت على عينة مشكلة من 75 بلدا،

إلى أن تنمية الأسواق المالية لها تأثير إيجابي على النمو. ومع ذلك، لا يمكن لتنمية الأسواق

المالية من أن تحدث أثرا إيجابيا إلا في حال تم التخفيف من التباين (التقلبات) في أسعار

البورصة<sup>1</sup>. قام De Gregorio and Guidotti (1995) بدراسة عينة مكونة من 100 بلد على الفترة

1960-1985. وقد خلصا إلى وجود علاقة بين التنمية المالية وتحسن أداء النمو، وخاصة في حالة

البلدان ذات الدخل المرتفع. ومع ذلك، لما قام المؤلفان بتطبيق علاقة انحدار لبيانات مقطعية

(panel or longitudinal data) على اثنتا عشرة بلدا من أمريكا اللاتينية، خلال الفترة 1950-1985،

توصلا إلى أن العشرينات 1970 و 1980، قد اتسمت بانقلاب في العلاقة، لأن اخفاقات النظام

المالي كانت قد تسببت في تباطؤ النمو داخل هذه البلدان. قادتهم هذه النتيجة إلى المطالبة بالحدز

<sup>1</sup> Turunç, G. (1999). *op. cit.*, p. 97.

في عملية التحرير المالي والحاجة إلى وضع إطار تنظيمي للتحرير المالي يكون قادرا على تجنب الأزمات المالية. خلص (1995) De Gregorio and Guidotti من وجهة نظر تجريبية، إلى أن القناة الرئيسية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، هي تحسين كفاءة ونوعية الاستثمارات، بدلا من التركيز على حجم هذه الاستثمارات. اعتمد (1995) Berthélemy and Varoudakis على عينة مكونة من 91 بلدا خلال الفترة 1960 و 1985. وقد توصلنا إلى أن مستوى التعليم يعتبر العامل الأكثر تأثيرا على النمو، إلا أن العامل المالي يؤثر بدوره على التنمية الاقتصادية. ومع ذلك، تكشف النتائج التجريبية التي توصل إليها المؤلفان على أن الظروف المالية غير المواتية قد حرمت البلدان التي تمتلك رأس مال بشري معتبر من تحقيق مستوى التنمية الاقتصادية المرجو.

استخدم (1998) Levine and Zervos بيانات عن 47 بلدا، تغطي الفترة بين عامي 1973 إلى 1993، بهدف استكشاف الروابط المحتملة بين مؤشرات التنمية المالية ومؤشرات التنمية الاقتصادية. تظهر النتائج التي توصل إليها الباحثان، وبصرف النظر عن المحددات الأخرى للنمو على المدى الطويل، وجود علاقة قوية بين التنمية الراهنة للمصارف والأسواق المالية من جهة، والقيم المستقبلية لمعدل النمو وإنتاجية مخزون رأس المال. نتيجة هامة أخرى للباحثين، تمثلت في أن المؤشرين الذين يقيسان التنمية المصرفية وتنمية الأسواق المالية يرتبطان ارتباطا معنويا إيجابيا مع غالبية المتغيرات الثلاثة ذات الطبيعة الحقيقية. هذا يدل على الطابع التكاملي لتأثير المصارف وأسواق المال على المتغيرات الحقيقية. استخدم (2000) Benhabib and Spiegel تقنيات تم تطبيقها على بيانات مقطعية لعينة من أربعة دول من أمريكا اللاتينية وجنوب شرق آسيا للفترة 1965-1985. توصل الباحثان إلى أن المتغيرات الخاصة بالتنمية المالية ترتبط مع المتغيرات الخاصة بالتنمية الاقتصادية (بالنسبة لدراساتهم، هذه المتغيرات هي: تراكم رأس المال ومعدل نمو الانتاجية). يعتبر (2002) Deidda and Fattouh أن العلاقة الايجابية بين النمو والتنمية المالية ليس صالحة

إلا بالنسبة للدول عالية الدخل. ويفسران هذه النتيجة بحقيقة أنه في البلدان النامية، تكاليف المعاملات المرتبطة بتقديم الخدمات المالية تحول دون تحقيق نمو اقتصادي<sup>1</sup>. إضافة إلى أنهما قدما نموذجا، العلاقة فيه بين النمو والتنمية المالية غير خطية (nonlinear) وغير رتبية (non-monotonic). بدوره توصل (2002) Trabelsi إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي. اشتغل الباحث على عينة من 69 بلدا ناميا خلال الفترة 1960-1990. وعليه، لما قام بإدراج البعد الزمني في تقديراته، توقف القطاع المالي عن التأثير في النمو. ويفسر هذه النتيجة من خلال حقيقة أنه في البلاد النامية، ليس هناك ما يكفي من رجال الأعمال القادرين على الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتوفرة، وتحويلها لمشاريع حيوية ومربحة. كما يلفت المؤلف الانتباه إلى حقيقة أن التمويل يؤثر على النمو، وبخاصة عبر تأثيره الإيجابي على إنتاجية الاستثمار. تتمثل المشكلة التي عادة ما نصادفها في التحليل التجريبي للعلاقة بين هذين الصنفين من التنمية، في السببية (causality). في الواقع، نحن لا نعرف ما إذا كانت التنمية المالية هي المتسبب في إحداث النمو أم أن هذا الأخير هو المتسبب في التنمية المالية. كما أن الشك يساورنا بخصوص إمكانية وجود علاقة سببية مزدوجة بين المتغيرين. قام (1984) Fritz بتطبيق اختبارات السببية على الفلبين، واستخدم بيانات فصلية على الفترة 1969-1981. وقد خلص إلى أنه في المراحل الأولى من عملية التنمية، تتجه السببية من التنمية المالية نحو النمو الاقتصادي. في المقابل، تعكس السببية اتجاهها في المراحل النهائية من التنمية، لأن النمو الاقتصادي يحدث تنمية في الخدمات المالية. باستخدام بيانات سنوية تخص 56 بلدا من بينهم 19 دولة صناعية، قام (1986) Jung بإجراء اختبارات سببية على فترات زمنية متفاوتة. وقد اعتمد في ذلك على مقياسين بديلين للتنمية المالية: تمثل المقياس الأول في نسبة النقود  $\left(\frac{M_1}{M_2}\right)$  أما المؤشر الثاني فتتمثل في

<sup>1</sup> Eschenbach, F. (2004). Finance and Growth : A Survey on the Theoretical and Empirical Literature, Tinbergen Institute Discussion Paper, Vol 39, n°2, p. 18.

معدل سيولة الاقتصاد  $\left(\frac{M_2}{GDP}\right)$ . خلص الباحث إلى أنه بالنسبة للبلدان النامية، تنمية القطاع المالي هي التي تقود التنمية الاقتصادية، في حين أن العكس هو الصحيح بالنسبة للبلدان المتقدمة، على الرغم من أن هذا يكون صالحاً فقط عندما يتم قياس التنمية المالية باعتماد المقياس الأول  $\left(\frac{M_1}{M_2}\right)$ . كما أظهر أيضاً أنه من بين البلدان النامية، هناك دول تكون فيها معدلات النمو مرتفعة للغاية، وأخرى يكون فيها النمو منخفضاً جداً بالمقارنة مع متوسط مجموعة البلدان النامية. بالنسبة لهاتين المجموعتين من البلدان، تتجه السببية من المالي نحو الحقيقي، باستثناء أنه في المجموعة الأولى، تكون النسبة  $\left(\frac{M_1}{M_2}\right)$  هي الأكثر أهمية، بينما في المجموعة الثانية، نجد أن نسبة السيولة هي التي تحظى بالأهمية. قام Odedokun (1996) بتحليل عينة من 71 بلداً نامياً خلال الفترة 1960-1980، لغرض دراسة اتجاه السببية. باستخدام انحدارات على سلاسل زمنية، خلص الباحث إلى أن الوساطة المالية تفسر معدل نمو الاقتصاد بنسبة 85% في الدول التي شملتها الدراسة. إضافة إلى ذلك، تلعب الوساطة المالية دوراً هاماً في تعزيز النمو، على غرار عوامل أخرى، كنسبة تكوين رأس المال أو متغير التوسع في الصادرات. كان متغير الوساطة المالية أيضاً أكثر أهمية في تفسير التنمية الاقتصادية بالمقارنة مع معدل نمو القوة العاملة. نهاية، خلص الباحث إلى أن النظام الذي تؤثر من خلاله الوساطة المالية على النمو مستقل عن طبيعة البلدان والمناطق (أي سواء كان البلد صناعياً أو نامياً فالأمر سيان). اهتم Rousseau and Wachtel (1998) ببيانات تاريخية لخمسة بلدان صناعية، هي الولايات المتحدة، بريطانيا العظمى، كندا، السويد والنرويج خلال الفترة 1870-1929. وقد وجد الباحثان أن هذه البلدان شهدت حركة تصنيع سريعة، تم توجيهها في المقام الأول عبر عوامل مالية. مكن نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM) ونموذج Vector Autoregressiv Model (VAR) وهو بدوره أحد نماذج تصحيح الخطأ، من الكشف عن الدور الذي لعبته متغيرات التنمية المالية في تعزيز نشاط القطاع

الحقيقي، دون وجود تأثيرات التغذية الراجعة (feedback effects). قدم Wang (1999) دراسة لحالة تايوان للفترة 1961-1999. وقد خلص إلى أن تأثير القطاع المالي على القطاع الحقيقي هو أكثر حساسية من التأثير المعاكس، إلا أنه يتراجع مع مرور الزمن، لصالح تأثير القطاع الحقيقي. وقد فسر هذه النتيجة كإشارة على أنه في المراحل الأولى من التنمية في تايوان، كان التمويل هو المتسبب في النمو، إلا أن هذا الاتجاه قد انقلب بمرور الوقت. اشتغل Christopoulos and Tsionas (2004) على عينة من 10 بلدان نامية على الفترة 1970-2000، وقد اعتمدا على تحليل التكامل المشترك المقطعي (cointegration en panel). تتفق النتائج التي توصل إليها الباحثان مع وجود علاقة سببية على المدى الطويل، تتجه من التنمية المالية نحو النمو الاقتصادي (وجود شعاع تكامل مشترك وحيد)، كما خلصت إلى عدم وجود علاقة بين الظاهرتين على المدى القصير. من خلال التركيز على حالة الصين، قام Shan and Qi (2006) بالعمل على بيانات سنوية للفترة 1978-2001، باستخدام نموذج VAR لاستكشاف العلاقة بين التمويل والنمو<sup>1</sup>. اهتم Acaravci et al. (2007) بالاقتصاد التركي، إذ اعتمدوا على بيانات سنوية تمتد من 1969 إلى 2005، كشف الباحثون عن وجود روابط على المدى الطويل بين التمويل والنمو، فضلا عن علاقة سببية التي تذهب من التنمية المالية نحو النمو الاقتصادي. في مقابل ذلك، توصلت دراسات تجريبية أخرى إلى استنتاجات مخالفة في ما يتعلق باتجاه العلاقة السببية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي. هذا هو الحال بالنسبة لدراسة Demetriades and Hussein (1996) اللذان قاما بإجراء اختبارات سببية على سلاسل زمنية بين التنمية المالية وإجمالي الناتج المحلي الحقيقي لستة عشرة من الدول الأقل نموا. لم يجد الباحثان نتائج تظهر أن العوامل المالية تلعب دورا هاما في عملية

<sup>1</sup> Shan, J. and Qi, J. (2006). Does Financial Development « lead » Economic Growth ? The Case of China, Annals of Economics and Finance, n°1, in Abouch, M. and Ezzahid, E. (2007). Financial Development and Economic Growth Nexus : The Moroccan Case, 11èmes Rencontres Euro-méditerranéennes, Nice 15-16 novembre 2007, p. 5.

التنمية الاقتصادية لهذه البلدان. بل بالمقابل، توصلنا إلى مزيد من الأدلة الداعمة للاتجاه المعاكس للسببية (التنمية الاقتصادية هي التي تؤثر في التنمية المالية)، فضلا عن سببية ثنائية الاتجاه. استنتاج آخر مهم لدراستهما، تمثل في أن نماذج التفاعل بين المالي والحقيقي تختلف بين البلدان. هذا ما يشير وفقا للباحثين إلى ضرورة الاهتمام أكثر بدراسات حالات البلدان ( بصورة منفردة ) وتحليل السلاسل الزمنية. وجد Demetriades and Luintel (1996) روابط تجريبية بين تنظيم القطاع المصرفي وعملية التعميق المالي، فضلا عن العلاقة بين التعميق المالي والنمو بالنسبة لحالة الهند. قام الباحثان بقياس تنظيم القطاع المصرفي عبر الضوابط على أسعار الفائدة، برامج تأطير وتوجيه الائتمان، فضلا عن متطلبات السيولة وتكوين احتياطات اجبارية. بالنسبة للفترة من 1961 إلى غاية 1991، أظهرت النتائج التجريبية أنه باستثناء تسقيف أسعار الفائدة، كان لهذه الضوابط تأثير سلبي على التنمية المالية في الهند. إضافة إلى ذلك، وجد الباحثان علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التنمية المالية والنشاط الاقتصادي. توصل Luintel and Khan (1999) إلى وجود علاقة سببية ثنائية بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية، في عينة تتألف من 10 دول نامية. لم يرى Ram (1999) إمكانية وجود علاقة معنوية إيجابية بين معدل السيولة والنمو، سوى بالنسبة لتسعة بلدان في عينة تتألف من خمسة وتسعين بلدا، خلال الفترة 1960-1989. قام Harrisson *et al.* (1999) باستخدام بيانات اقتصادية كلية للولايات المتحدة على طول الفترة 1965-1995 لإظهار أنه توجد تأثيرات التغذية الراجعة بين التمويل والنمو. في الواقع، يقلل النمو الاقتصادي من تكلفة الوساطة المالية من خلال جذب داخليين جدد للأسواق المالية، ولكن أيضا عن طريق خفض تكاليف الرقابة وتشجيع التخصص الصناعي. من المرجح أن يعمل هذا الأمر على تشجيع وتعزيز الاستثمار والنمو. حاول Beck *et al.* (2000) إيجاد حل لمشكلة التزامن (problème de simultanité)، وذلك من خلال أخذ خارجية (endogénéité) التنمية المالية بعين

الاعتبار. للقيام بذلك، استخدم الباحثان طريقتان للتقدير على عينة من 74 بلدا متقدما وناميا. الطريقة الأولى، عبارة عن تحليل على طول الفترة 1960-1995، باستخدام التنمية المالية من خلال اعتماد متغير صوري. بالنسبة للطريقة الثانية، استخدم الباحثان طريقة العزوم المعممة Generalized Method-of-Moments (GMM) مع الإبقاء على نفس المتغير الصوري للطريقة الأولى. اتبع الباحثان تحليلا مقطوعيا ديناميكيا، مع تقسيم السلسلة إلى سبعة فترات فرعية، كل واحدة تغطي خمسة سنوات. تسمح هذه الطريقة بحل مشكلات التزامن، السببية العكسية والمتغيرات المفقودة التي كانت تضعف نتائج الدراسات السابقة<sup>1</sup>. وقد خلص الباحثان إلى وجود علاقة ايجابية بين المكونة الخارجية للتنمية المالية والتنمية الاقتصادية. كما يلفتان الانتباه إلى حقيقة أن هذا التأثير كان على إجمالي إنتاجية العوامل \* Total Factor Productivity (TFP) وليس على حجم الادخار وتراكم رأس المال. يبين Andersen and Tarp (2003) أن الرابط الايجابي بين النوعين من التنمية غير موجود بالنسبة لحالة أفريقيا جنوب الصحراء ودول أمريكا اللاتينية. كما توصلوا إلى أن الدراسات المستخدمة للبيانات الزمنية والمطبقة على بلد بصفة منفردة لا تسمح باستخلاص وجود علاقة سببية بين التنمية المالية والنمو. أخيرا، كما يؤكد عليه Andersen and Tarp (2003)، أنه من المحتمل في إطار الدراسات على البيانات الزمنية، أن يعمل التأثير السلبي لعدم الاستقرار المالي على تغطية التأثير الايجابي للتنمية المالية على المدى الطويل<sup>2</sup>. في إطار الأدبيات التجريبية المتعلقة بالرابط بين التمويل والنمو، نجد أن بعض الأدبيات ركزت في المقام الأول على جوانب محددة من التنمية المالية. هذا هو الحال بالنسبة إلى Jayaratne and Strahan (1996)، اللذين استخدموا بيانات تخص المصارف داخل كل ولاية من الولايات المتحدة منذ 1972، من أجل

<sup>1</sup> Guillaumont, J. S. et Kpodar, K. R. (2004). Développement financier, instabilité financière et croissance économique, Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International CERDI, Etudes et Documents, n°13, p. 11.

\* نعي بإجمالي إنتاجية العوامل تلك التأثيرات في إجمالي المخرجات والتي لم تكن نتيجة للمدخلات بل نتاج متغيرات أخرى. وعادة ما تطلق عليها تسمية متبقي سولو (Solow residual).

<sup>2</sup> Guillaumont, J. S. et Kpodar, K. R. (2004). *op. cit.*, p. 12.

قياس الأثر الذي أحدثته (المصارف) على النمو، الاصلاحات المصرفية داخل كل ولاية. في الواقع، قبل السبعينات، لم تمتلك المصارف الأمريكية فرصة التوسع، سواء داخل أو خارج حدود الدولة. كانت الفكرة من وراء الدراسة، هي معرفة ما إذا كانت إزالة هذه القيود منذ منتصف سنوات السبعينات، من شأنها أن تحسن أداء المصارف الأمريكية. خلص الباحثان إلى أن هذه الاصلاحات قد أسهمت في تخفيض تكاليف الوساطة المالية، وتحسين كفاءة المصارف. ومع ذلك، حتى لو كان هناك تحسن في نوعية القروض وانخفاض في حصة القروض المتعثرة، لم يكن هناك تأثير معتبر على الادخار والاستثمار. استخدم (1996) Mattesini تشتت (انتشار) أسعار الفائدة كمؤشر على تكاليف الرقابة الناجمة عن مشكلات عدم تماثل المعلومة. بعبارة أخرى، كلما كان عدم تماثل المعلومة عاليا، كلما ارتفعت تكاليف رقابة المصارف على المقترضين، وبالتالي فإن الفجوة بين أسعار الفائدة الدائنة والمدينة تكون مرتفعة. أجرى المؤلف دراسته على عينة من 40 بلدا للفترة 1978-1992. وجد أن انتشار أسعار الفائدة كان معنويا في تفسيره لأداء النمو في مجمل العينة، وبخاصة بالنسبة للبلدان المتقدمة. ومع ذلك، لم يجد الباحث علاقة ذات دلالة احصائية بين انتشار أسعار الفائدة والنمو في البلدان التي تتخضع فيها حصة الفرد من GDP. وقد عزى المؤلف هذه النتيجة إلى انتهاج سياسات الكبح المالي في البلدان النامية، والتي من المحتمل أن تؤثر في انتشار أسعار الفائدة<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: التحرير المالي والنمو: نظرة على الأدبيات التجريبية

حاولت غالبية الدراسات حول هذا الموضوع إضافة مؤشر لدرجة انفتاح حساب رأس المال أو السوق المالي، إلى نموذج نمو أساسي (تقليدي) يضم العديد من المتغيرات (نسبة التعليم، الاستثمار، النمو السكاني،...). يقدم الجدول 1.2 لمحة عامة عن هذه الدراسات. في ضوء هذا

<sup>1</sup> Eschenbach, F. (2004). *op. cit.*, p. 20.

الجدول، يمكننا أن نرى بأن هناك جدلاً حاداً حول مدى تأثير التحرير المالي على النمو الاقتصادي. في الواقع، توصل الباحثون الذين اهتموا بدراسة انفتاح حساب رأس المال، إلى نتائج تأثير مختلط (mixed effect) ومتضاربة في أحيان أخرى. في حين أن الدراسات التي ركزت على تحليل السوق المالي، كانت قد خلصت إلى وجود تأثيرات إيجابية كبيرة على النمو.

عموماً، يمكن تصنيف الدراسات التجريبية التي عالجت هذا الموضوع إلى فئتين: تلك التي تدعم الفرضية القائلة بأن التحرير المالي الخارجي يعزز النمو الاقتصادي ، وتلك التي تشكك في هذه العلاقة.

### 1. الدراسات الداعمة لفرضية وجود أثر إيجابي للتحرير المالي على النمو

كانت دراسة Quinn (1997) واحدة من أولى الدراسات التي خلصت إلى وجود علاقة إيجابية بين حرية حركة التدفقات الرأسمالية والنمو. فقد أضاف إلى المتغيرات المتضمنة في أدبيات النمو الاقتصادي، مؤشراً على درجة الانفتاح. في الواقع، قام Quinn (1997) بإنشاء متغيره المساعد (proxy variable) لقياس درجة القيود المفروضة على حساب رأس المال. يستند هذا المؤشر أساساً على المؤشر الذي ينشره صندوق النقد الدولي في تقريره السنوي بشأن أنظمة الصرف والقيود المفروضة عليها Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER). تتمثل ميزة المؤشر الذي طوره Quinn (1997)، في أنه يأخذ شدة القيود المفروضة بعين الاعتبار، وليس وجودها فقط كما هو الحال بالنسبة لمتغير صندوق النقد الدولي. توصلت الدراسة التجريبية التي أجراها Quinn (1997) إلى وجود تأثير إيجابي، قوي ومعنوي، لتحرير حساب رأس المال على نمو حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، وهذا بالنسبة لكامل العينة التي تضمنت 58 بلداً خلال الفترة 1975-1989. مع ذلك، تم انتقاد دراسة

Quinn (1997) في عام 2002 من قبل (Edison, Klein, Ricci and Sløk)، الذين أكدوا على حقيقة أن دراسة Quinn (1997) عانت من بعض أوجه القصور لأنها لم تميز بين الآثار الخاصة بالانفتاح المالي الخارجي، وتلك الخاصة بالتحرير الشامل.

### الجدول 1.2. ملخص للدراسات حول العلاقة بين التحرير المالي والنمو

الدراسة	عدد البلدان في العينة	فترة الدراسة	الأثر على النمو
Alesina, Grilli, and Milesi-Ferretti (1994)	20	89-1950	عدم وجود أثر
Grilli and Milesi-Ferretti (1995)	61	89-1966	عدم وجود أثر
Quinn (1997)	58	89-1975	أثر إيجابي
Kraay (1998)	117	97-1985	عدم وجود أثر/أثر مختلط
Rodrik (1998)	95	89-1975	عدم وجود أثر
Klein and Olivei (2000)	92	95-1986	أثر إيجابي
Chanda (2001)	116	95-1976	أثر مختلط
Arteta, Eichengreen, and Wyplosz (2001)	59	92-1973	أثر مختلط
Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001)	30	97-1981	أثر إيجابي
Edwards (2001)	62	89-1980	عدم وجود أثر على البلدان الفقيرة
O'Donnell (2001)	94	94-1971	عدم وجود أثر، أو وجود أثر مختلط على الأكثر
Reisen and Soto (2001)	44	97-1986	أثر مختلط
Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002)	89	95-1973	أثر مختلط
Edison, Levine, Ricci, and Sløk (2002)	57	2000-1980	عدم وجود أثر

Source : WEO, October 2001 and Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002), in Kose, A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence, *op. cit.*, p. 32, (author's translation).

حاول Klein and Olivei (2000) التوصل إلى استنتاج بشأن مسألة عدم التمييز بين

تأثيرات الانفتاح الخارجي والداخلي، وذلك باعتماد مقارنة مختلفة عن سابقتها: بداية، قام الباحثان

بالتمييز بين البلدان الصناعية والبلدان النامية. ثم سعوا في مرحلة ثانية إلى البرهنة عن تأثير حرية

حركة رؤوس الأموال على التنمية المالية، وتأثير هذه الأخيرة على النمو. وبالتالي، قام المؤلفان

بتقدير نموذج نمو يأخذ بعين الاعتبار متغير عمق السوق المالي \* (market depth) (كمؤشر على درجة التنمية المالية). تألفت عينة دراستهم من 92 بلدا صناعيا، أما في ما يتعلق بمؤشر الانفتاح، فقد استخدم المؤلفان المتغير \*\* (share) خلال الفترة 1986-1995. خلص الباحثان إلى وجود تأثير إيجابي للتحرير المالي على النمو في البلدان الصناعية، في حين أنه بالنسبة للبلدان النامية، لم يسفر الباحثان عن نتائج واضحة. يعود هذا التباين في النتائج بحسب (Klein and Olivei)، بالأساس إلى مستوى التنمية المالية الذي يختلف بين المجموعتين، حيث أن هذا الأخير يعتبر من بين المحددات الهامة للنمو الاقتصادي. بعبارة أخرى، لا يمكن للتأثيرات الإيجابية لرفع القيود عن حركات رؤوس الأموال أن تتحقق، إلا إذا كانت هناك مجموعة من المؤسسات التي تصاحب التغييرات التي تحدثها حرية حركة رؤوس الأموال.

قام Edwards (2001) بالتحقق من الفرضية القائلة بأن تأثيرات تحرير حساب رأس المال على النمو تعتمد على درجة تطور الاقتصاد، وذلك باعتماد عينة غير متجانسة من البلدان المتقدمة والنامية. بتقدير علاقات انحداره عبر اعتماد طريقة المربعات الصغرى المعممة Generalized Least Squares (GLS) وأخذ مؤشر (Quinn) كمقياس لدرجة تحرير حساب رأس المال، توصل Edwards (2001) إلى أن تحرير حساب رأس المال يبطئ من النمو الاقتصادي في البلاد ذات الدخل المنخفض، لكنه يحفز في البلدان الصناعية.

دفعت هذه النتيجة ببعض الاقتصاديين إلى التساؤل حول الأسباب التي يمكن أن تفسر

ذلك. اقترح (2001) Arteta., Eichengreen and Wyplosz العديد من الأسباب المحتملة لهذا

التباين في النتائج. في الواقع، لقد شككوا في مدى مصداقية مؤشر (Quinn)، الذي يعبر عن فتح

---

\* يمكن قياس العمق المالي عبر حساب النسبة بين القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي؛ كما أن هناك مقياسا آخر يتمثل في النسبة بين إجمالي الأصول المصرفية إلى إجمالي الناتج المحلي.

\*\* سيتم تفسير هذا المتغير بمزيد من التفصيل في الفقرة الموالية من هذا البحث.

حساب رأس المال خلال عامي 1975 و 1989 فقط. وعليه، خلص الباحثون إلى عدم وجود أدلة تؤكد أن تحرير حساب رأس المال يمارس تأثيرات أكثر إيجابية في البلدان ذات الدخل المرتفع مما هو عليه الحال في الدول النامية. وفقا لهؤلاء المؤلفين، يمكن لدرجة الاستقرار الاقتصادي الكلي أن تكون وراء هذا التباين بين المجموعتين من البلدان. بعبارة أخرى، لا يمكن للبلدان التي تفتح حساب رأسمالها أن تنتفع من رفع القيود، إلا إذا تمكنت من القضاء على التشوهات الاقتصادية الكلية قبل البدء في عملية التحرير، وإلا فإن هذا التحرير يمكن أن تكون لديه نتائج عكسية. أما بالنسبة إلى (2003) Bekaert *et al.* فقد اهتموا بدراسة تأثير رفع القيود عن تدفقات رؤوس الأموال تجاه الأسواق المالية، على النمو الاقتصادي. قام المؤلفون بإنشاء مقياس لدرجة انفتاح الأسواق المالية أمام المستثمرين الأجانب وذلك بالاعتماد على التواريخ الرسمية للتحرير. بتطبيقهم لطريقة المتوسطات المتحركة على بيانات مقطعية لعينة تتألف من 95 بلدا متقدما وناميا، وجد الباحثون أن التحرير المالي يحدث زيادة بنسبة 1% في حصة الفرد من GDP سنويا، وهذا بالنسبة للدول ذات المستوى العالي من التعليم، وأن هذا التأثير معنوي وذو دلالة إحصائية. في ما يخص O'Donnell (2001)، فقد اعتمد مؤشرين في آن واحد: مؤشر نوعي (صوري) تم احتسابه بالاعتماد على مصالح صندوق النقد الدولي والمنشور في تقريره السنوي AREAER، ومؤشر كمي للانفتاح المالي. باستخدام عينة من 94 بلدا، لاحظ أن مؤشر IMF يعتبر بشكل عام تقريبا لدرجة تحرير حساب رأس المال لأنه يدل على وجود قيود أو لا من دون قياس شدتها. بالمقابل، سمح له المؤشر الكمي بملاحظة أن التحرير قد سرع من وتيرة النمو الاقتصادي. وكما (Klein and Olivei)، فقد توصل إلى أن التأثيرات الإيجابية ليست متماثلة بالنسبة لجميع البلدان. أجرى Dhingra (2004) دراسة لتحديد أثر تدفقات رؤوس الأموال على النمو. على عينة تتألف من 58 بلدا ناميا خلال الفترة 1975-2000، قام بتقدير نموذج باعتماد طريقة GMM. في ما يخص مؤشرات التحرير

المالي، قام باستخدام المتغير الكيفي لـ (Bekaert and Harvey (2003) بالنسبة للسوق المالي، والمتغير الكيفي لـ (Wyplosz (2001) بالنسبة لحساب رأس المال. تتدرج النتائج التي توصل إليها (Dhingra (2004) في نفس سياق الأعمال الآتفة الذكر، لأنه خلص إلى أن تحرير السوق المالي يعزز النمو الاقتصادي ويحدث بالتالي، زيادة سنوية في GDP قدرها 3.8% . في حين أن تحرير حساب رأس المال ليس له أي تأثير يذكر على النمو الاقتصادي. ومع ذلك، يلعب حجم السوق المالي والنظام المالي دورا هاما في تحديد أثر التحرير المالي على النمو. قام (Klein (2005) بإجراء دراسة شملت 71 بلدا خلال الفترة 1976-1995. قام باستخدام حصة الفرد من إجمالي الدخل الحقيقي كمتغير خارجي، في حين تم استخدام المتغير (share) كمؤشر لدرجة انفتاح حساب رأس المال. وبالمثل، قام بإدراج متغير مركب يقيس النوعية المؤسسية التي تتضمن مؤشرات مثل نوعية الجهاز البيروقراطي، سيادة القانون، السيطرة على الفساد، وغيرها . كانت النتائج قريبة جدا من تلك التي تم التوصل إليها في عام 2000، إلا أن (Klein) شدد على أهمية النوعية المؤسسية للبلد في تحديد تأثير رفع القيود عن التدفقات الرأسمالية، على النمو. في الواقع، خلص المؤلف إلى أن الانفتاح المالي يمارس تأثيرا إيجابيا على النمو، وأن هذه النتيجة معنوية إحصائيا، فقط بالنسبة إلى 25% من العينة، أي بالنسبة للدول التي تميل إلى أن تكون لديها نوعية مؤسسية جيدة.

## 2. الدراسات المعارضة لفرضية وجود أثر إيجابي للتحرير المالي على النمو

خلصت العديد من الدراسات إلى النتيجة التي مفادها أن ليس هناك ارتباط بين التحرير المالي والتنمية الاقتصادية. في الواقع، تعود أولى الدراسات التي بحثت في ما إذا كان تحرير حساب رأس المال يعزز النمو، إلى (Grilli and Milesi-Ferretti (1995). قامت هذه الدراسة بتحليل نمو حصة الفرد من الدخل بين عامي 1966 و 1989، على عينة تتكون من 61 بلدا. وقد

قام الباحثان بتقدير انحدار معدلات النمو على خمس سنوات مع استخدام المؤشر (share) المستخرج من التقرير AREAER. على العموم، لا تؤكد النتائج التي توصل إليها المؤلفان على الفرضية القائلة بوجود تأثير إيجابي لتحرير حساب رأس المال على النمو. بالمثل، خلص Rodrick (1998) إلى أن حرية حركة رؤوس الأموال ليس لها أي تأثير على النمو الاقتصادي. اشتملت علاقة انحدار النمو لديه على الدخل الأولي، مستوى التعليم، بالإضافة إلى مؤشر مستوى النوعية المؤسسية لمؤسسات القطاع العام. على عينة تتألف من 100 بلد نامي ومتقدم، لم يلمس الباحث تأثيراً يذكر لرفع القيود على التغيير في الدخل الحقيقي للفرد خلال الفترة بين عامي 1975 و 1989. بالمثل، لم يخلص إلى وجود أية علاقة بين رفع القيود عن تدفقات رؤوس الأموال ومستويات الاستثمار.

حاول (Eichengreen 2001)، الوصول إلى تفسيرات بشأن التباينات في النتائج التي توصل إليها كل من (Quinn 1997) و (Rodrick 1998)، خاصة وأن العينة التي اعتمدها Quinn تضمنت عدداً أقل من البلدان النامية مقارنة بدراسة Rodrick، وأن مؤشرات حساب رأس المال لم تكن هي ذاتها، إذ أن الأول استخدم مؤشر كثافة والموسوم بـ (quinn)، في حين أن الثاني استخدم مؤشر نسبة مئوية والموسوم بـ (share).

شكك (Kraay 1998)، في تأثير تحرير تدفقات رؤوس الأموال على النمو، وذلك بعد اعتماده على تشكيلة متنوعة من مقاييس تحرير حساب رأس المال. في الواقع، قام باستخدام ثلاثة مؤشرات لتحرير حساب رأس المال، هي المؤشر (share)، مؤشر الانفتاح (quinn)، ومؤشر يقوم على صافي التدفقات الحقيقية لرؤوس الأموال. ارتبط كل واحد من هذه المؤشرات بعينة ذات حجم مختلف. قام بتقدير علاقة انحدار، بحيث اعتبر الزيادة في الانتاج كمتغير تابع على الفترة 1985-

1997. عموماً، لم تكشف دراسة Kraay (1998) عن وجود تأثير للمؤشر (share) ولا المؤشر (quinn) على النمو. يؤكد Kraay على حقيقة أن منافع تحرير حساب رأس المال لا تتحقق إلا في البلدان التي تمتلك مؤسسات سليمة. وعليه، يرى المؤلف أن التأثير الإيجابي المتوقع من الانفتاح ليس دائماً مؤكداً الحدوث.

علاوة على ذلك، وجه بعض الاقتصاديين أصابع الاتهام للتحرير المالي على أنه يقف وراء ظهور وتعاقب الأزمات المالية في العديد من البلدان الناشئة. وعليه، أجرى Demirgüç-Kunt (1998) and Detragiache دراسة شملت 53 بلداً خلال السنوات 1981-1994، الأمر الذي سمح لهما بالتوصل إلى أن التحرير يرفع من احتمال حدوث الأزمات المصرفية في البلاد النامية. وبالمثل، قامت كل من Kaminsky and Reinhart (1999) بإجراء دراسة تجريبية مهمة، اشتملت على 20 بلداً خلال الفترة 1960-1985. وقد خلصتا إلى أنه من بين الأزمات المصرفية الستة والعشرين التي تمت دراستها، ثمانية عشر منها كانت قد سبقتها سياسات تحرير مالي.

أظهر Daniel and Jones (2005) أن البلدان التي تختار نهج التحرير يمكن أن تشهد فترة مبدئية من النمو السريع والمخاطر المنخفضة، لتدخل في ما بعد فترة أخرى قد تواجه فيها أزمة مصرفية. يفسر المؤلفان الانتقال من حالة إلى أخرى، من خلال اشتداد المنافسة الأجنبية، والإفراط في تحمل المخاطر من قبل المصارف في بيئة محررة. قام Kose et al. (2006) بفحص 20 من المقالات العلمية التي كتبت بين عامي 1994 و 2005، إذ سعت هذه الدراسات إلى التقدير التجريبي للحركات الدولية لرؤوس الأموال على النمو الاقتصادي. على العموم، خلص فحص Kose et al. (2006) إلى أن الغالبية العظمى من هذه المقالات (16 من 20) لم تصل إلى وجود تأثير يذكر، أو كحد أقصى إن وجد تأثير فإنه يكون مختلطاً؛ وهو ما يثبت أن الكشف عن تأثير

سببي قوي وصلب للتحرير المالي على النمو الاقتصادي ليس بالأمر البسيط، وخاصة بالنسبة للبلاد النامية.

انطلاقاً من هذه النظرة على أهم الأعمال التجريبية التي بحثت في العلاقة المحتملة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي، يمكننا أن نلاحظ بوضوح الطبيعة غير المتجانسة لهذه النتائج. ويرجع هذا بالأساس إلى أربعة عوامل هي:

- اختلاف فترات الدراسة، الأمر الذي يرجح أن يكون له تأثير على النتائج، خاصة وأن البلدان لم تمر بتجارب التحرير المالي خلال الفترة ذاتها؛
- اختلاف عينة البلدان محل الدراسة وفقاً للمؤلفين، فالبعض قد اختار العمل على البلدان الصناعية، والبعض الآخر على البلدان النامية، في حين أن الأغلبية قد استخدمت عينة غير متجانسة تضمنت كلا المجموعتين من البلدان؛
- اختلاف نوعية البيانات المستخدمة (سلاسل زمنية، مقطعية، ...) ، فضلاً عن اختلاف طرق التقدير (طريقة المربعات الصغرى العادية، طريقة العزوم المعممة، ...)؛
- المؤشرات المستخدمة لقياس درجة التحرير المالي لحساب رأس المال أو السوق المالي، تختلف من باحث لآخر.

نظراً لأهمية وتنوع المؤشرات التي تم اعتمادها في الدراسات التجريبية لقياس درجة تحرير حساب رأس المال و/أو السوق المالي، فإنه من الملائم تقديم عرض لهذه المؤشرات بنوع من التفصيل.

### 3. مؤشرات قياس التحرير المالي

قياس الدرجة الفعلية لحركة رؤوس الأموال ليس بالأمر البسيط، كما أنه لا يزال حتى اليوم محل جدل واسع. اقترحت الأدبيات التجريبية حول التحرير المالي العديد من المؤشرات التي تختلف تماما عن بعضها البعض. تستند الاختلافات الأساسية على طبيعة العنصر المدروس (حساب رأس المال أو سوق مالي) وعلى طبيعة المؤشر المستخدم (كمي أو نوعي).

#### 1.3. المؤشرات النوعية

سننظر من خلال هذه الفقرة إلى مؤشرات التحرير المالي ذات الطبيعة النوعية (Qualitative).

##### 1.1.3. القيود المفروضة على حساب رأس المال

تتمثل نقطة البداية لإنشاء أي مؤشر من هذا الصنف، في المقياس الذي يتم نشره سنويا من قبل صندوق النقد الدولي في تقريره AREAER. يعتبر هذا التقرير مصدرا أساسيا للحصول على معلومات حول طبيعة القيود المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال على فترات طويلة، بالنسبة لعدد كبير من البلدان.

#### أ. متغير القيود المفروضة التابع لصندوق النقد الدولي

يضم تقرير AREAER الذي يتم نشره منذ عام 1950، جدولا يحوي على عمود بعنوان "القيود المفروضة على المدفوعات ذات الصلة بالمعاملات على رأس المال". اعتمد هذا التقرير كأساس لبناء متغير يشير إلى وجود أو عدم وجود قيود مفروضة على الحركات الدولية لرؤوس الأموال. يصنف هذا التقرير البلدان سنويا على أساس ما إذا كانت تفرض قيودا أم لا على معاملات حساب رأس المال. يأخذ هذا المتغير القيمة "1" إذا كان البلد يفرض قيودا على معاملات

حساب رأس المال، والقيمة "0" إذا لم تكن هناك قيود مفروضة. لكن، كما أشار العديد من الباحثين، فإن النقص في هذا المتغير يكمن في أنه يشير إلى وجود القيود من عدم وجودها، دون أن يقدم فكرة واضحة عن مدى شدتها. وبالمثل، يضيف Eichengreen (2001)، أن هذا المتغير لا يقيس سوى الضوابط المفروضة على المقيمين فقط. في المقابل، لهذا المتغير ميزة أساسية، تتمثل في كونه متاحا لعدد كبير من البلدان وعلى فترة طويلة<sup>1</sup>.

### ب. المتغير (share) التابع لصندوق النقد الدولي

يقيس هذا المتغير عدد السنوات التي كان فيها حساب رأس المال مفتوحا. على سبيل المثال، يكون هذا المؤشر الذي يعتمد على AREAER، مساويا لـ 0.3، بين عامي 1970-1979، إذا كان حساب رأس المال مفتوحا خلال ثلاثة سنوات فقط خلال هذه الفترة.

### ج. متغير الكثافة التابع لـ (Quinn)

نظرا للنقص الذي أظهره المتغير الثنائي لصندوق النقد الدولي في قياس شدة القيود المفروضة على معاملات حساب رأس المال، قام Quinn (1997) بإنشاء مقياس جديد يعالج هذا النقص، مع الاعتماد على المعلومات التي يوفرها AREAER. في الواقع، قام Quinn بالتمييز بين القيود المفروضة على الإيرادات وتلك المفروضة على المدفوعات في حساب رأس المال. اعتمد بالنسبة لكل صنف على خمسة مقاييس تتراوح بين "0" و "2": تشير القيمة "0" إلى وجود قيود مفروضة على المدفوعات (أو الإيرادات)، القيمة "0.5" تعني وجود قيود تنظيمية، "1" يعني أن المعاملات تخضع لضرائب مرتفعة، "1.5" تعني أن الثقل الضريبي أقل من الحالة السابقة، وأخيرا،

<sup>1</sup> Eichengreen, B. (2001). Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?, World Bank Economic Review, Vol. 15, n° 3.

القيمة "2" تعني أن المعاملات ليست خاضعة لأية قيود<sup>1</sup>. تتمثل ميزة هذا المؤشر في أنه يحاول إعطاء فكرة حول درجة حدة القيود المفروضة، كما أنه يغطي الضوابط المفروضة على عمليات المقيمين وغير المقيمين. في مقابل ذلك، يكمن العيب الأساسي لهذا المؤشر في أنه ليس متوفرا بالنسبة لمجموع الدول المكونة للعينة، إلا خلال السنوات 1958، 1973 و 1988.

#### د. متغير الضوابط المفروضة التابع لـ (Miniane)

باعتماؤه على التقرير AREAER ، قام (2004) Miniane بإنشاء مؤشر جديد لقياس درجة الضوابط المفروضة على معاملات حساب رأس المال. هو متغير ثنائي، يقيس القيود المفروضة على 13 فئة من المعاملات التابعة لحساب رأس المال<sup>2</sup>. تكمن ميزة هذا المؤشر في أنه متاح شهريا، إلا أن العدد المحدود من البلدان ( 34 بلدا) والفترة القصيرة التي يغطيها (1983-2000)، يمثلان أكبر النقائص التي يعاني منها.

#### 2.1.3. القيود المفروضة على السوق المالي

خلافًا لحساب رأس المال، لم يكن مقياس درجة التحرير من الضوابط على العمليات الدولية للأوراق المالية، محل جدل كبير. تسعى الدراسات في هذا المجال عموما إلى تحديد تاريخ افتتاح السوق المالي أمام المستثمرين الأجانب. حتى يتمكن (1998) Levine and Zervos من انشاء المؤشر الخاص بهما، قام الباحثان بتجميع معلومات من مصادر متعددة مثل (The Economist Intelligence Unit ، Wilson Directory of Emerging Market Funds) ، وغيرها من المصادر.

<sup>1</sup> Quinn, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation, American Political Science Review, Vol. 91, n° 3.

<sup>2</sup> Miniane, J. (2004). A New Set of Measures on Capital Account Restrictions, IMF Staff Papers, Vol. 51, n° 2.

بالمثل، قام Henry (2000) بتحديد تواريخ المراسيم الرسمية التي تم بموجبها انشاء صندوق سيادي للمرة الأولى، بالنسبة إلى عينة تتألف من 11 بلدا<sup>1</sup>. حتى يتمكننا من استكشاف آثار تحرير سوق الأوراق المالية المحلية، قام (Bekaert and Harvey (1995) بالبحث في تحديد تاريخ التحرير الرسمي لسوق الأوراق المالية بالنسبة لكل بلد، أي ذلك التاريخ الذي كان فيه تغير، سمح بعده للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في السوق المالي المحلي، كما سمح للمستثمرين المحليين باقتناء أوراق مالية من البورصات الدولية. مؤشر (Bekaert and Harvey) هو من النوع الثنائي، إذ يأخذ القيمة "0" بالنسبة للسنوات السابقة لتاريخ الافتتاح الرسمي، والقيمة "1" في السنوات التي تلت هذا التاريخ<sup>2</sup>. في عام 2001، قام هذان الباحثان بالتعاون مع (Lundblad) بتوسيع العينة التي أصبحت تغطي 95 بلدا صناعيا وناميا، حيث أن 16 من بينها كانت لديها أسواق مالية محررة تماما خلال كامل الفترة الممتدة بين عامي 1980-1997، في حين أن 27 من البلدان المكونة للعينة، كانت أسواقها محررة جزئيا.

### 2.3. المؤشرات الكمية

سننظر من خلال هذه الفقرة إلى مؤشرات التحرير المالي ذات الطبيعة الكمية (Quantitative).

#### 1.2.3. القيود المفروضة على حساب رأس المال

نظرا لتعدد الصعوبات التي تواجه الباحثين عند بناء متغيرات كمية معبرة عن درجة القيود المفروضة على الحركات الدولية لرؤوس الأموال، سعى العديد من الباحثين لبناء مؤشرات كمية تعتمد بالأساس على متغيرات اقتصادية. على الرغم من الاستخدام المحدود لهذه المتغيرات في دراسة تأثير التحرير المالي على النمو الاقتصادي، سوف نتطرق إلى اثنين من بينها:

<sup>1</sup> Henry, P. B. (2000). Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices, Journal of Finance, Vol. LV, n° 2.

<sup>2</sup> Bekaert, G. and Harvey, C. R. (1995). Time-varying world market integration, Journal of finance, Vol. L, n° 2.

### أ. الفروق بين أسعار الفائدة

تم استخدام الفروق بين أسعار الفائدة الوطنية والدولية كمؤشر على درجة الضوابط المفروضة على الحركات الدولية لرؤوس الأموال. إلا أن عدم توفر البيانات يبقى هو العيب الأساسي لهذا المؤشر.

### ب. التدفقات الدولية لرؤوس الأموال

تم اعتماد هذا المؤشر كمتغير تقريبي للتعبير عن درجة الانفتاح المالي في العديد من الدراسات التجريبية. قام (Kraay (1998) ، باعتماد مجموع التدفقات الواردة والخارجة لرؤوس الأموال الحقيقية، إلى إجمالي الناتج المحلي<sup>1</sup>، في حين قام (Lane and Milesi-Ferretti (2007 باستخدام مخزون تدفقات رؤوس الأموال (مجموع أصول وديون الاستثمارات في المحفظة والاستثمارات الأجنبية المباشرة، إلى GDP)<sup>2</sup>. يرجى أخذ ديون الاستثمار بعين الاعتبار في حساب هذا المؤشر، إلا أن تحرير حركات رؤوس الأموال يترجم كذلك في السماح للأجانب بالاستثمار في البلد، فضلا عن السماح للمقيمين بالاستثمار في الخارج. لكن، تجدر الإشارة إلى أن مدى توافر البيانات بالنسبة لجميع البلدان على فترة طويلة، يعتبر عيبا يعاني منه هذا الصنف من المقاييس.

### 2.2.3. القيود المفروضة على السوق المالي

قام (Edison and Warnock (2003 باقتراح مقياس جديد أكثر صلابة، وذلك بالاعتماد على الاحصائيات التي تنشرها مؤسسة التمويل الدولية (Société Financière Internationale) ووكالة التصنيف الائتماني ستاندرد آند بورز (Standard and Poor's) . في الواقع، توفر ستاندرد

<sup>1</sup> Kraay, A. (1998). In search of the macroeconomic effect of capital account liberalization, The World Bank Group.

<sup>2</sup> Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II : Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, Journal of international economics, Vol. 73, p. 235.

آند بورز، بالنسبة إلى كل دولة ناشئة، مؤشرين لأسعار البورصة: المؤشر الشامل (The SP/IFC Global index) والمؤشر الجزئي (The SP/IFC Investable index) .

يفترض بالمؤشر الأول أن يحدد النشاط الاجمالي للسوق، في حين أن المؤشر الثاني (الذي هو مجموعة فرعية من المؤشر الشامل)، يمثل حصة السوق المتاحة للأجانب. نستنتج من العرض السابق، أنه بطرح قيمة نسبة الرسملة السوقية للبلد بالنسبة للمؤشرين (IFCI and IFCG)، من الواحد الصحيح، فإننا نحصل على مقياس لشدة القيود المفروضة على حرية استثمار الأجانب في السوق المحلي. على وجه التحديد، يمكن تقديم مقياس لدرجة القيود المفروضة على ملكية الأجانب (foreign ownership restrictions) في البلد ( $i$ )، خلال الزمن ( $t$ )، من خلال المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$FOR_{i,t} = 1 - \frac{MC_{i,t}^{IFCI}}{MC_{i,t}^{IFCG}} \dots (1.2)$$

حيث أن  $MC$  تمثل الرسملة السوقية في الزمن  $t$  للبلد  $i$  بالنسبة للمؤشرين (IFCI or IFCG). يمكن لقيمة المقياس  $FOR$  أن تتغير من "0" إلى "1"، حيث أن الصفر يمثل سوقا مفتوحا بالكامل دون أية قيود، في حين أن القيمة واحد تشير إلى أن السوق مغلق تماما.

### المبحث الثالث: العلاقة بين التحرير المالي والنمو: رؤية جديدة

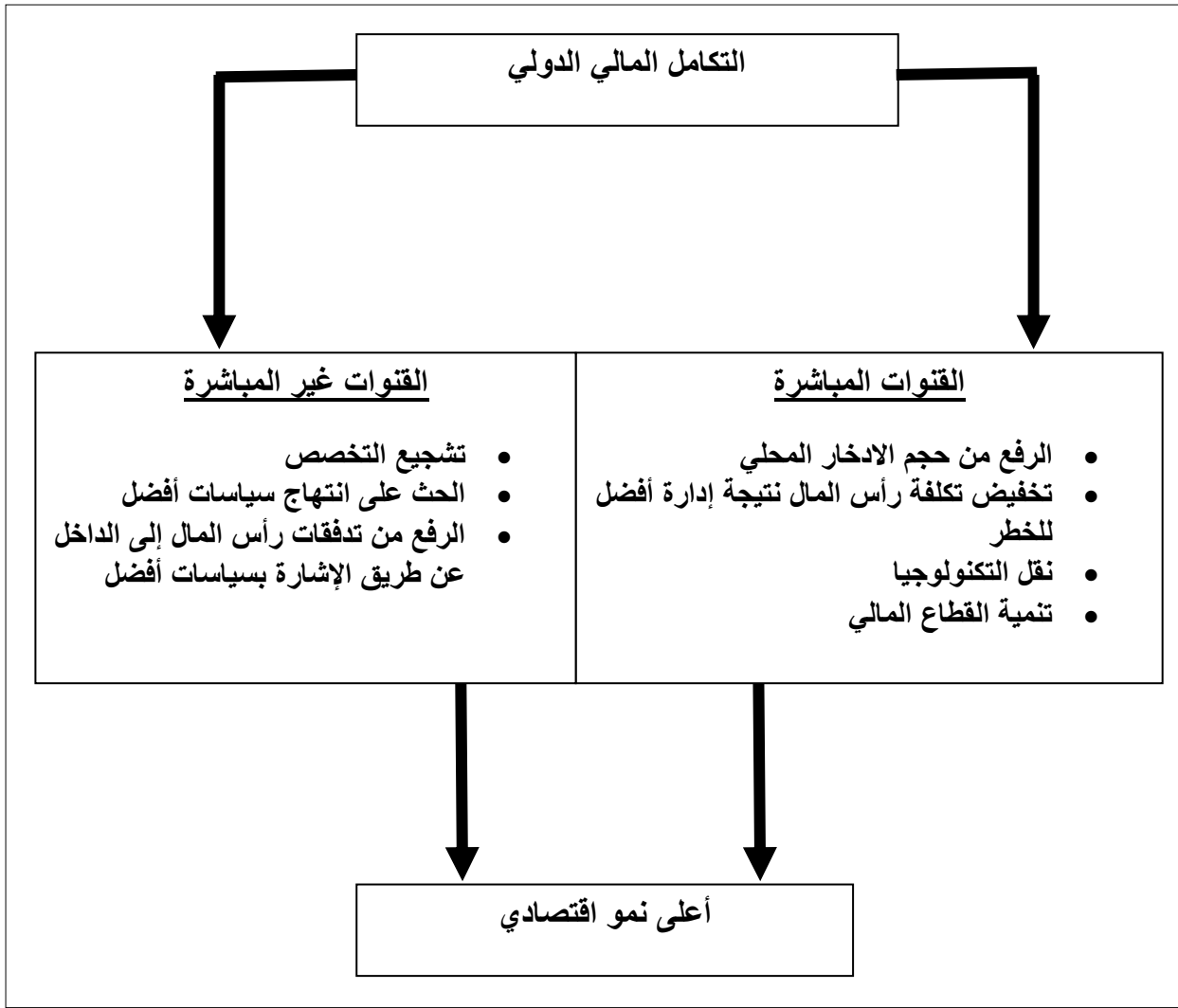
أنت فكرة انشاء حركة دولية حرة لرؤوس الأموال بين مختلف المصارف والأسواق المالية، بعد تيقن بعض من المنظرين والمؤسسات الدولية من وجود عقبات ذات طبيعة سياسية ومؤسسية لا تسمح بحصول تنمية مالية في ظل ظروف مواتية في العديد من البلدان النامية. إذن فالسؤال

<sup>1</sup> Edison, H. J. and Warnock, F. E. (2003). A simple measure of the intensity of capital controls, Journal of Empirical Finance, Vol. 10, p. 83.

الذي طرح في بداية الثمانينات كان: كيف يمكننا التغلب على العقبات التي تقف أمام التنمية المالية؟ أو كذلك، كيف يمكننا الحد من سياسة الضوابط على رؤوس الأموال، التي عملت في ما مضى على تعطيل عملية التنمية المالية في البلدان النامية؟ واحد من بين الحلول المقترحة وال ذي تم الدفاع عنه من قبل البنك الدولي<sup>1</sup> بالإضافة إلى<sup>2</sup> Rajan and Zingales (2003) ، تمثل في الانفتاح المالي الدولي، على الرغم من فترة الأزمات المالية التي شهدها عدد من البلدان النامية في أواخر التسعينات. هذه التوصيات مستلزمة من مقارنة McKinnon and Shaw حول التنمية المالية. في حين ان الانفتاح المالي الدولي يسمح للبلدان التي تبنته بالانتفاع من بعض المزايا المباشرة وغير المباشرة (أنظر الشكل 2.2) سواء بالنسبة للتنمية المالية وحتى التنمية الاقتصادية، يمكن لهذا الاندماج في المالية الدولية أن يكون مدمرا على عدة أصعدة، وبخاصة عندما لا يتم استيفاء الحدود الدنيا المطلوبة لعتبات (thresholds) التنمية المالية والمؤسسية.

<sup>1</sup> World Bank. (2001). Finance for Growth : Policy Choices in a Volatile World, World Bank and Oxford University Press, Oxford.

<sup>2</sup> Rajan, R. G. and Zingales, L. (2003). Saving Capitalism from the Capitalists : Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity, Crown Business, New York.



الشكل 2.2. القنوات التي تمكن التكامل المالي من رفع النمو الاقتصادي

Source : Kose *et al.* (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence, *op. cit.*, p. 24, (author's translation).

سنعرض في ما يلي، المزايا النظرية المباشرة وغير مباشرة لاندماج البلاد النامية في

العولمة المالية، بالإضافة إلى تكاليف ومساوئ هذا الاندماج، لنأتي بعد ذلك على عرض الشروط

التي من دونها يمكن لهذا الانفتاح أن يكون ضارا لجهود التنمية في البلاد النامية.

### 1. المنافع المباشرة للانفتاح المالي الدولي

تتمثل المنافع الرئيسية التي تحققها العولمة المالية بالنسبة للقطاع المالي المحلي، في فرصة

تحسين مستوى السيولة في الأسواق المالية وخفض تكلفة رأس المال كنتيجة لذلك، تنويع أفضل

للخطر على الصعيد الدولي وتشجيع نقل الخبرات الادارية والتكنولوجية في المجال المالي. من المرجح أن يسهم هذا الأمر في تشجيع الاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي، لا سيما بالنسبة للبلاد النامية.

### 1.1. تشجيع الاستثمار وخفض تكلفة رأس المال

إن وجود بلدان تمتلك فائضا في التمويل بسبب ارتفاع حجم الادخار، يجعل من احتمال حصول انفتاح مالي دولي مثير للاهتمام ومريح بالنسبة للبلدان التي تعاني نقصا وعجزا في التمويل. يمكن ذكر مثال اليابان الذي تطرق إليه (Rey (2004)، فالبلد غني وترتفع فيه نسبة الشيخوخة كما يمتلك معدل ادخار مرتفع لتمويل معاشات التقاعد، لكنه يمتلك في المقابل اقتصادا قليل الديناميكية وذو معدل عائد ضعيف. بالموازاة مع اليابان، هناك بعض البلدان النامية تحضى بخصائص معاكسة لتلك التي يعيشها اليابان. فهذه الأخيرة تتمتع بسكان شباب لكنها تعاني من نقص في الادخار نتيجة انخفاض الدخل، إلا أن لديها مشاريع استثمارية ذات عوائد عالية. وعليه، فإن تحويلا لرؤوس الأموال من اليابان نحو واحد من هذه البلدان النامية سيكون نافعا لكلا البلدين، لأن اليابان سيستفيد من عائد أفضل ويكون بالتالي قادرا على تمويل معاشات التقاعد بشكل أفضل. تستفيد البلدان المتلقية لهذا الاستثمار كذلك من تدفقات رؤوس الأموال الوافدة أيضا لتوليد مزيد من العوائد وبالتالي تحسين مستوى الادخار المحلي. يشير هذا المثال إلى أن نظرية الميزة النسبية لديفيد ريكاردو (1817) تضيء صفة الشرعية على الانفتاح المالي الدولي، لأن كلا البلدين من مصلحتهما الانفتاح لأجل الاستفادة من الميزة النسبية لكل بلد مقارنة بالآخر. علاوة على ذلك، تساهم الزيادة في سيولة وحجم الأموال المتاحة للإقراض في بلد ما، في خفض تكلفة رأس المال نتيجة زيادة رأس

المال المالي المتاح وزيادة الاستثمارات المحتملة. ويترتب عن ذلك تقاسم للمخاطر بشكل أفضل، وأن البلد الذي يتلقى التدفقات المالية يجد أن وضعه يتحسن<sup>1</sup>.

## 2.1. تنويع المخاطر

الميزة الأخرى المتأتية من الانفتاح المالي الدولي هي الفرصة الممنوحة للمستثمرين لأجل تنويع محافظهم المالية. لمنع حدوث المخاطر الملازمة للاحتفاظ بصنف وحيد من الأصول في بلد وحيد، تسمح العولمة المالية للمستثمرين باقتناء أصول متنوعة من بلدان مختلفة. يسمح تنويع المحفظة الذي أصبح ممكناً بفضل تنويع المنتجات المالية، بتخفيض المخاطر مقابل عائد معين أو بعائد أكثر ارتفاعاً مقابل نفس مستوى الخطر. على المستوى الاقتصادي الكلي، واحدة من منافع الانفتاح المالي الدولي، هي السماح للبلد المستفيد من التدفقات بزيادة استهلاكه، حتى خلال الفترات التي يواجه فيها تقلبات في الدخل. يسمح وجود أسواق مالية محلية متطورة للمتعاملين الاقتصاديين في بلد ما بتقاسم المخاطر في ما بينهم. وعليه، لضمان التغطية ضد مخاطر الصدمات الخارجية التي يمكن أن تضرب الاقتصاد المحلي، يفضل أن يكون هناك انفتاح على التدفقات الدولية للمتعاملين الاقتصاديين من بلدان أخرى حتى يتقاسموا مخاطرتهم بطريقة فعالة مع المستثمرين المحليين. وبالتالي، فإن الانفتاح المالي الدولي يوفر منافع الرفاه (bien-être) للمجتمع، عبر الحد من تقلبات الاستهلاك الكلي، وخاصة من خلال فصل الاستهلاك الوطني عن الدخل الوطنية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Rey, H. (2004). Qu'est ce que la globalisation, Université de tous les savoirs, sous la direction de Michaud. Y, Editions Odile Jacob, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 61.

<sup>2</sup> Kose, M. A., Prasad, E. S. and Terrones, M. E. (2007). How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels, IMF Working Paper, n°238, p. 3.

### 3.1. تشجيع نقل الخبرات الادارية والتكنولوجية

تسهم المؤسسات المالية الدولية في نقل أفضل الممارسات الادارية والتسييرية المكتسبة من تجاربها السابقة في مجالات المالية والصيرفة، إلى الأسواق المالية المحلية. يضيف Goldberg (2004) كذلك أن هذا الصنف من الممارسات يسهل نقل التكنولوجيا من المؤسسات الأجنبية نحو المؤسسات المحلية. إضافة إلى ذلك، يرى (Mishkin 2007) أن هذا الانفتاح يسمح بتحسين الرقابة التحوطية، لأن المشرفين المحليين يحصلون على تقنيات إدارة المخاطر التي أثبتت نجاحها سابقا في دول الوافدين الجدد. وبالتالي، فإن الاتصال بين المتعاملين الاقتصاديين الوطنيين والأجانب من شأنه أن يطلق عملية نافعة من تبادل المهارات والخبرات الضرورية للنهوض بالأنظمة المالية في البلاد النامية<sup>1</sup>.

بالمقابل، المؤسسات المالية الأجنبية لا تحظى بنفس المعلومات التي تمتلكها المؤسسات المحلية. وبالتالي فإنها تتصرف بصورة تمكنها من تطوير البيئة المؤسسية حتى تسهل الوصول إلى المعلومات المالية وإزالة الاختلالات المتعلقة بالمعلومة منذ البداية. يصنف المنظرون هذه الميزة ضمن فئة المنافع الثنائية أو غير المباشرة المتأتية من الانفتاح المالي الدولي.

### 2. المنافع غير المباشرة للانفتاح المالي الدولي

يرى (Mishkin 2007) أن عملية فتح أسواق المال الوطنية أمام رؤوس الأموال الأجنبية، فضلا عن إمكانية تملك المؤسسات المالية الأجنبية لحصص من رؤوس أموال المؤسسات المالية المحلية، من شأنها أن تعزز التنمية المالية داخل البلد المعني ؛ لأن ذلك يرفع من حدة المنافسة

<sup>1</sup> Mishkin, F. (2007). Is Financial Globalization Beneficial, Journal of Money, credit and Banking, Vol 39, n°2-3, p. 272, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 62.

على مستوى الأسواق المصرفية والمالية المحلية<sup>1</sup>. في الواقع، لما تستطيع الشركات المحلية الاقتراض من مؤسسات القرض أو المؤسسات المالية الدولية التي تمتلك فروعاً محلية، فإن ذلك من شأنه أن يفقد المؤسسات المالية المحلية حصصها السوقية. للتعويض عن هذه الخسارة، يكون من مصلحة هذه الأخيرة البحث عن عملاء مريحين لمنحهم قروضا. ولكن للقيام بذلك، هذه المؤسسات تحتاج لنوع معين من المعلومات حول المقترضين المحتملين، حتى تتمكن من الاشراف عليهم بشكل أفضل وتقلل من مخاطر الائتمان.

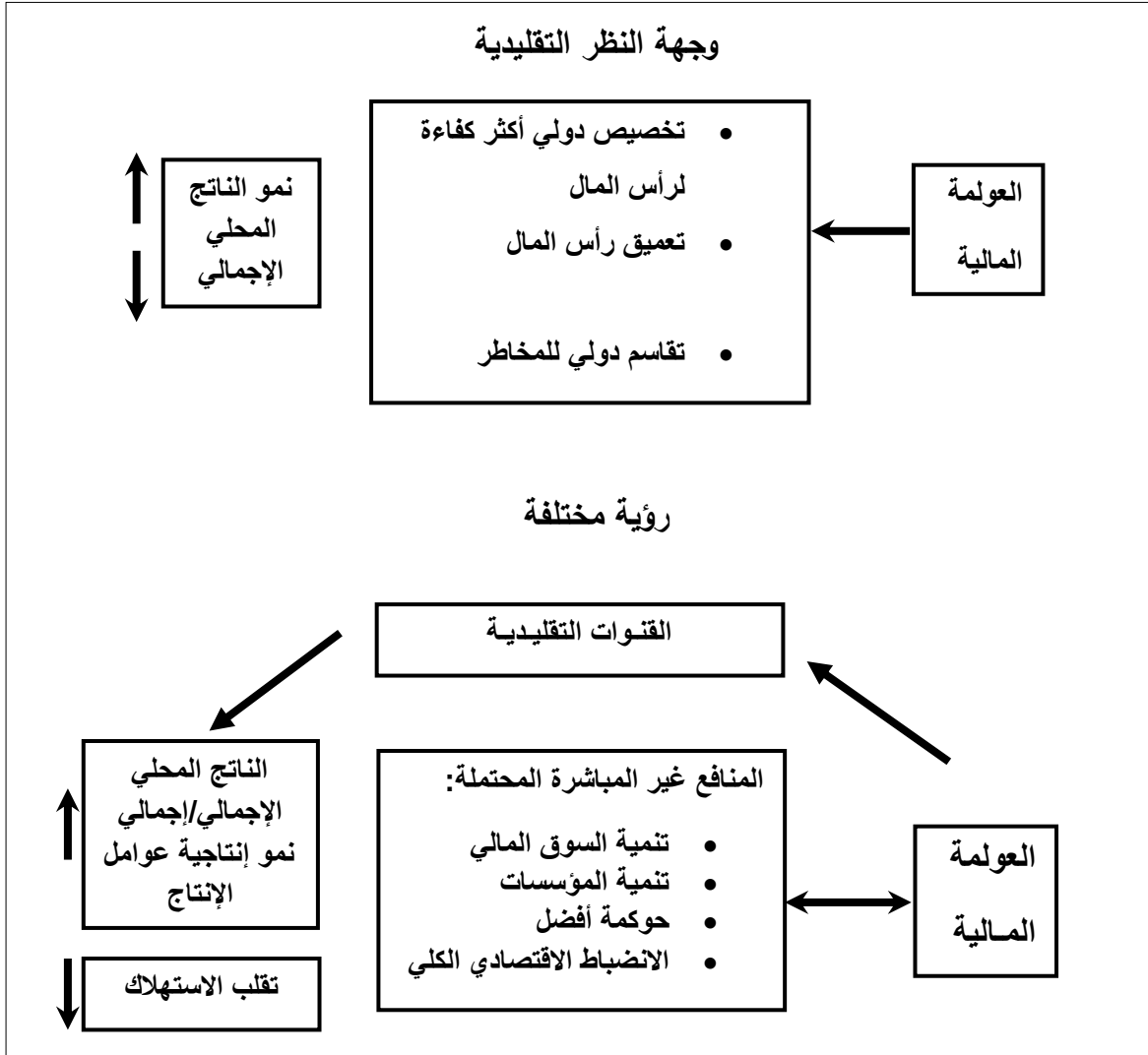
تمثل المؤسسات المالية المحلية بيئة ملائمة للإصلاحات المؤسسية الرامية إلى تحسين المعايير المحاسبية، وأنظمة الإفصاح عن المعلومات المالية، فضلا عن الاطار القانوني الذي يحكم حالات الافلاس والضمانات. في السياق ذاته، يدافع Kose et al. (2003, 2006) عما يعتبرونه رؤية جديدة للعلاقة بين التكامل المالي والتنمية في البلدان الناشئة. تختلف هذه الرؤية عما أسموه بالمقاربة التقليدية. في الواقع، نجدهم يوضحون أن المنافع الحقيقية للانفتاح المالي لا تكمن فقط في زيادة حجم تدفقات رؤوس الأموال الوافدة، ولكن أيضا في ما تنطوي عليه هذه التدفقات الرأسمالية من إصلاحات وابتكارات. هذا ما أسموه بالمنافع الإضافية<sup>2</sup> (collateral benefits)، بمعنى أن هذه المنافع ليست هي الدافع الأول للبلدان للقيام بالتكامل المالي الدولي.

في سياق العولمة المالية، تقوم المؤسسات المالية المحلية بتشجيع اصلاحات النظم القانونية وتحسين البنية التحتية المؤسسية، الاصلاحات الاقتصادية الكلية والإصلاحات المالية. هذا الأمر يسمح لها، ليس فقط بتحسين أرباحها، ولكن أيضا تعزيز حقوق ملكيتها، التي تشجع

<sup>1</sup> *Ibid.*, p. 271.

<sup>2</sup> Kose, A., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S. J. (2006). Financial Globalization : A Reappraisal, IMF Working Paper, n°189, p. 33.

الاستثمار مباشرة. قدم Kose *et al.* (2006) مخططا يشرح الفرق بين الرؤية التقليدية والرؤية الحديثة للعلاقة بين التحرير المالي الدولي والنمو الاقتصادي (أنظر الشكل 3.2).



الشكل 3.2. الفرق بين وجهة النظر التقليدية والرؤية الجديدة للعلاقة بين الانفتاح المالي الدولي والنمو الاقتصادي

Source : Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K, and Wei. S-J. (2006). Financial Globalization : A Reappraisal, IMF Working Paper, n° 189, p. 34, (author's translation).

ومع ذلك، تبقى حقيقة منافع التحرير المالي معقدة للغاية وحتى متضاربة. وإلا فكيف يمكن

أن نفسر الأزمات المتكررة التي شهدتها البلدان النامية عندما اعتمدت سياسات التحرير المالي

الدولي؟ لماذا إذن، لا يحقق الانفتاح الدولي للأسواق المالية دوما النتائج المرجوة منه؟ يكمن

الجواب في أنه إذا كان انفتاح الاقتصاد أمام التدفقات الدولية لرؤوس الأموال غير محضر له مسبقا بشكل جيد، وإذا لم يتم توجيهه جيدا في ما بعد، فإنها يمكن أن تكون ضارة (تدفقات رؤوس الأموال) وتتسبب بالعديد من المشكلات لسيرورة التنمية.

### 3. مساوئ الانفتاح المالي الدولي

تسند النظرية الاقتصادية إلى أن للانفتاح المالي الدولي تكاليف كامنة يمكن أن يحدثها على مستوى التنمية في البلاد النامية. في المقام الأول، يميل الانفتاح إلى زيادة احتمال وقوع الأزمات المالية في البلاد النامية؛ كما يتسبب أيضا في حدوث ظاهرة العدوى المصرفية وأخيرا، فإنه يسهل التهرب الضريبي وغسيل الأموال.

#### 1.3. الأزمات المالية

تعرف الأزمات المالية على أنها تلك الفترات من النزيف المفاجئ في رؤوس الأموال. عادة ما تصاحب بانخفاض قوي في قيمة العملة المحلية وانهيار في النظام المصرفي<sup>1</sup>. تعود جذور الأزمات المالية في كثير من الأحيان إلى السنوات الأولى التي بدأ فيها البلد عملية التحرير المالي الخارجي. في مثل هذه الحالات، ترجع هذه الأزمات إلى إزالة الضوابط التي كانت في السابق تمنع المؤسسات المالية من الاقتراض بسعر السوق والاقتراض من الخارج. بالإضافة إلى ذلك، دائما ما تعود نشأة معظم الأزمات المالية إلى فترات الرواج العام التي تسبق الانهيار المالي. خلال المراحل المبكرة من عملية الانفتاح، يبدو الأداء الاقتصادي للبلدان النامية قويا: توفر الأموال القابلة للاقتراض، معدلات نمو عالية، تحكم في التضخم، وما إلى ذلك. إلا أن هذه الفترات من الرواج دائما ما تخفي اختلالات، مثل وجود عجوزات كبيرة في الميزانية العامة. إلا أن سوء

<sup>1</sup> Rey, H. (2004). *Op. cit.*, p. 10, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 65.

إدارة الانفتاح المالي الدولي التي تلي مرحلة الرواج، هي التي تمثل السبب الرئيس في وقوع الأزمات.

غالبا ما تقود عملية الانفتاح المالي الخارجي، المصارف نحو الافراط في المخاطرة، ذلك للتعويض عن فقدان جزء من حصتها السوقية بسبب دخول مصارف جديدة. علاوة على ذلك، مع رفع القيود التي كانت موجودة، تشجعت البنوك أكثر على منح القروض. لما أصبح السوق غير قادر على "معاينة" المصارف، في حال الافراط في المخاطرة من جانبها، فإن هذه الأخيرة قد واصلت منح القروض من دون الحاجة إلى القلق حول نوعية هؤلاء المقترضين. لم تقم المصارف بمنح القروض بطريقة عشوائية وغير مدروسة بشكل جيد فقط، بل أن الأمر تعدى إلى قيامها بمنح قروض لمؤسسات تنشط في قطاعات غير مألوفة للمصارف ولا تعرف عنها الشيء الكثير. لم تكن المصارف تمتلك الخبرة الكافية لإدارة المخاطر الجديدة التي حدثت بعد الانفتاح المالي، ولا للتعامل مع طفرة الائتمان (التي كانت هي المسؤولة عنه) والذي حصل بعد التحرير المالي الخارجي.

ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن نقص خبرة المصارف لم تكن هي وحدها مصدر الأزمة؛ إذ أن وجود شبكة الأمان الحكومية يمكن أن يخلق أيضا مشكلة الخطر الأخلاقي وبالتالي يشجع المصارف على الافراط في تحمل المخاطر، مغذية بذلك الفقاعة المالية. هذا ما يفسر وقوع الأزمات المالية في الدول التي تمتلك أنظمة مصرفية متطورة، مثل الولايات المتحدة واليابان خلال سنوات الثمانينات والتسعينات.

أدى الجمع بين تخفيف الاشراف والرقابة المصرفيين من جهة ونقص خبرة المصرفيين من جهة أخرى، إضافة إلى الخطر الأخلاقي الناجم عن وجود شبكة أمان حكومية، إلى رفع نسبة

القروض المعدومة في ميزانيات المصارف، بسبب عجز وتهاون هذه الأخيرة في الرقابة على المقترضين والتحقق من قدرتهم على السداد. أدى هذا التدهور في نوعية أصول المصارف، مقارنة بخصومها، إلى جعل إمكانية إعادة تمويلها صعبة. مع تمتك رؤوس أموال أقل، أصبحت المصارف أكثر حذرا بشأن منح القروض، مما تسبب في حدوث أزمة ائتمان (credit crunch). وبالتالي فإن الفقاعة المالية تتجه نحو الانفجار.

علاوة على ذلك، تتوقف حساسية الدور الذي تلعبه المصارف على قدرتها في جمع المعلومات حول الشركات. الدراية ورأس المال المعرفي، اللذين تحصلهما المصارف من علاقاتها مع عملائها، تجعل من المصارف عنصرا لا غنى عنه في عملية تمويل الاقتصاد. يعني انفجار الفقاعة المالية وحدث أزمة ائتمان، أن النظام المالي لا يمتلك مؤسسات قادرة على معالجة مشكلات الخطر الأخلاقي وسوء الاختيار. نتيجة لشح الأموال المتاحة للاقتراض، تصبح المؤسسات غير قادرة على تمويل مشروعاتها الاستثمارية، وبالتالي ينجم عن ذلك حدوث انكماش في النشاط الاقتصادي بشكل عام<sup>1</sup>.

### 2.3.2. العدوى المصرفية

إذا كان التدهور في نوعية الأصول المصرفية كبيرا وإذا كان مستمرا، فإنه يمكن أن يتسبب في حالة ذعر مصرفي، ووضع العديد من المصارف في حالة من الصعوبة قد تصل حتى إلى الإفلاس. عندما يكون المصرف في حالة إفلاس، فإنه يمكن أن يتسبب في حالات مماثلة للمصارف الأخرى، حتى لو كانت سليمة بالأصل. في الواقع، عندما يجد مصرف ما نفسه غير قادر على سداد الأموال المقترضة من المصارف الأخرى على مستوى السوق ما بين المصارف،

<sup>1</sup> Mishkin, F. (2006). *Op. cit.*, p. 275, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 66.

فإنه يقوم عبر هذه القناة بتحويل الصعوبات التي يواجهها إلى المصرف المقرض. وبالتالي، فإن هذا الأخير لا يجد الأموال اللازمة لمواصلة نشاطه الاقراضي، الأمر الذي يجعله يواجه صعوبات حتى لو لم يكن المس وول الأول عن تشكل وانفجار الفقاعة المالية. هذا ما يسمى بالعدوى المصرفية عبر أثر الدومينو أو كذلك بالخطر النظامي: انتقال حالة إفلاس وانهيار مصرف وحيد لتشمل النظام المصرفي برمته. علاوة على ذلك، يظهر إفلاس مجموعة مصارف في فترة قصيرة من الزمن، أن هناك عجزاً في تجميع المعلومات فضلاً عن عجز في الوساطة المالية للنظام المصرفي برمته. تتمثل النتيجة النهائية لحالة الذعر المصرفي والعدوى المصرفية، في تقاوم مشكلات عدم تماثل المعلومات، انكماش في نشاط الائتمان الموجه للتمويل وبالتالي انكماش في النشاط الاقتصادي بشكل عام.

يكمن الحل لتجنب تشكل الفقاعة المالية وتفاذي عواقبها المدمرة، في قواعد الحيطرة والإشراف على النظام المصرفي لمنع المصارف عن الإفراط في المخاطرة. مع ذلك، دائماً ما يتم اعتماد الانفتاح المالي الدولي في ظل أنظمة رقابة تحوطية وإشراف مصرفي غير كافية لمتطلبات العولمة المالية. على سبيل المثال، نجد أن دولاً مثل سنغافورة، هونغ كونغ وتايوان، لم تتأثر بشدة من تداعيات الأزمة التي ضربت دول منطقة جنوب شرق آسيا، وقد يعود هذا إلى امتلاك هذه الدول لأنظمة إشراف ورقابة مصرفية قوية.

### 3.3. التهرب الضريبي وغسيل الأموال

سمح تطور وسائل الاتصالات والانترنت للأفراد بتحقيق معاملات مالية إلكترونية، كما جعل من حركات رؤوس الأموال سريعة، كثيفة ومتواصلة. يرى (Rey (2004 أن هذا النوع من التنمية المالية الميسر بفضل التطور التقني، يسهم في التهرب الضريبي وغسيل الأموال، عبر

الابقاء على بعض التحويلات والمعاملات التي تتم في الأسواق المالية سرا. كما يمكن للعلومة المالية أن تؤدي أيضا إلى تعدد الشركات الوهمية<sup>1</sup> (shell corporations) .

توصلت بعض من الدراسات التجريبية التي اهتمت بالعلاقة بين الانفتاح المالي والنمو،

إلى أنه يمكن أن تكون هناك تأثيرات عتبات (threshold effects) Kose (2007) ; Abiad *et al.* (2007) ;

Chinn and Ito (2002) ; Ito (2006) ; *et al.* (2006) . بعبارة أخرى، يبدو أن تحرير حركات

رؤوس الأموال تكون له تأثيرات إيجابية على الاقتصاد، فقط بعد تحقيق مستوى معين من التنمية.

في هذا المعنى، يبدو أن التنمية المؤسسية والإطار القانوني يحظيان بأهمية بالغة. كذلك، يعتبر

وجود تنظيم مصرفي ملائم للتحكم في المخاطرة ومؤسسات سياسية غير فاسدة، من العوامل

الضرورية للاستفادة من منافع الانفتاح المالي (Rey, 2004) .

#### 4. مقارنة عتبات التنمية

تتمثل المشكلة الرئيسية التي تمنع بعض البلدان النامية من الاستفادة من المنافع المباشرة

وغير المباشرة للتحرير المالي المذكورة أعلاه، في أن هذه البلدان لم تحقق الحد الأدنى من التنمية

المؤسسية المطلوبة. وقد أظهرت الدراسات التجريبية في هذا الشأن أن انفتاحا سابقا لأوانه للقطاع

المالي في غياب نظام مالي قوي ومراقب بشكل جيد، مؤسسات موثوق بها وبيئة اقتصادية كلية

مستقرة، يمكن أن يضر بالاقتصاد ككل، عبر جعله حساسا للتوقفات والارتدادات المفاجئة لرؤوس

الأموال. تم التركيز أساسا على ضرورة وجود بيئة مؤسسية ملائمة لانفتاح النظام المالي، لأنها

تمثل المكون الذي تفتقر إليه اقتصاديات البلاد النامية. في الواقع، لما لا تكون حقوق الملكية

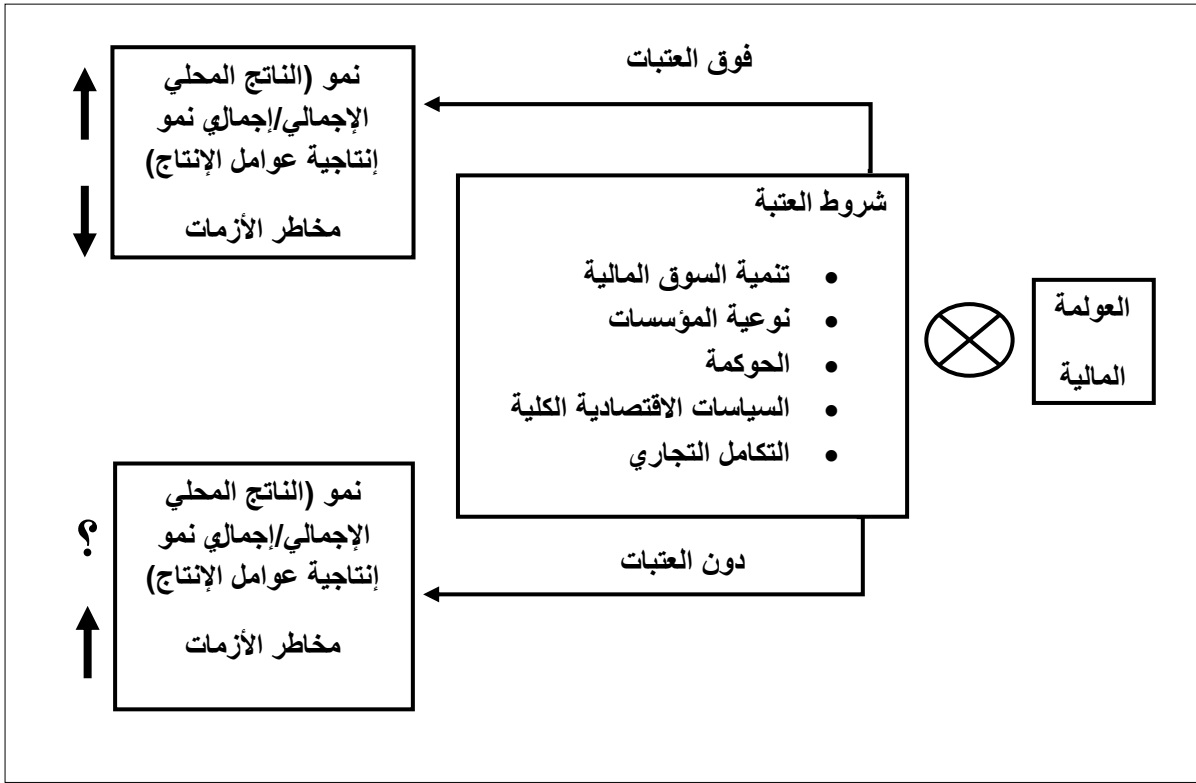
محمية أو أن النظام القضائي غير فعال، فإن الاستثمارات الأجنبية المباشرة لا تتمكن من تحقيق

<sup>1</sup> Rey, H. (2004). *Op. cit.*, p. 11, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 68.

المنافع التي وضعت من أجلها. تعلمنا التجربة أن المستثمرين الأجانب يقومون بالسحب المفاجئ لأموالهم ويتوجهون نحو توظيفها في مكان آخر إذا ما شعروا باقتراب حدوث مشكلة في الاقتصاد<sup>1</sup>. وعليه، فإن بلدا لا يمتلك أنظمة وقوانين كافية تحكم حالات إفسار الشركات يكون معرضا للتضرر بشدة في حالات الذعر، مما يعجل بلفلاس الشركات التي تم استثمار رؤوس أموال أجنبية فيها. بالإضافة إلى ذلك، تتجه طبيعة الاستثمارات الأجنبية إلى الاختلاف بصورة حساسة تبعا لنوعية البنية التحتية المؤسسية في البلاد. نعني بالبنية التحتية المؤسسية نوعية الحوكمة العمومية والخاصة، السلطة التشريعية، شفافية الحكومة، مستويات الفساد، وغيرها من العناصر. يرى (Faria and Mauro (2005) أن نوعية المؤسسة الجيدة في الاقتصاديات الناشئة تسهم في جذب المزيد من FDI على حساب استثمارات المحفظة. هذه الأخيرة تعتبر أكثر خطورة كما أن هروبها يكون سهلا في حالات الذعر. تتمثل الميزة الأخرى للاستثمارات الأجنبية المباشرة في أنها تتطوي على نقل المستثمرين الأجانب لممارسات الحوكمة الجيدة كما تسمح بنقل التكنولوجيا والخبرات الإدارية، وكلها أمور لا تستطيع استثمارات المحفظة تحقيقها<sup>2</sup>. لقد حاول (Kose et al. (2006 توضيح هذه الرؤية الجديدة، والمتمثلة في الحاجة إلى تحقيق الحد الأدنى من عتبات التنمية، وذلك من خلال المخطط التالي:

<sup>1</sup> Prasad, E. and Rajan, R. (2008). A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization, IZA Discussion Paper Series, n°3475, p. 8.

<sup>2</sup> Faria, A. and Mauro, P. (2005). Institutions and the External Capital Structure of Countries, IMF Working Paper, n°236, p. 5.



الشكل 4.2. شروط الانتفاع من العولمة المالية

Source : Kose *et al.* (2006). Financial Globalization : A Reappraisal, *op. cit.*, p. 35, (author's translation).

يوضح الشكل أعلاه أن شروط العتبات مطابقة للمنافع الإضافية للانفتاح المالي

الدولي. هذا ما يفسر أن الانفتاح المالي الدولي يمكن أن يلعب دور محفز للمنافع الإضافية، كما

يمكنه أن يرفع من حدة المخاطر في حال ما لم يتم استيفاء هذه الشروط.

## خلاصة الفصل

كان الغرض من هذا الفصل هو تسليط الضوء على الدور الذي يمكن أن يلعبه النظام المالي في عملية التنمية وتحقيق النمو الاقتصادي في عالم تتنامى فيه الروابط المالية بين الدول .

بعد التعريف بمفهوم التنمية المالية وعرض الأدبيات التي عالجت الموضوع، أمكننا ملاحظة صعود أدبيات جديدة اهتمت بضرورة توفير مجموعة من الشروط المسبقة لتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال التنمية المالية. تتمثل هذه الشروط (العتبات) أساسا في تنمية البنية المؤسسية التحتية للبلاد النامية حتى تحقق منافع النمو المحتملة من العولمة المالية وتخفيض من إمكانية التعرض للأزمات. وهنا نتساءل عن طبيعة العلاقة بين التحرير المالي والأزمات المالية.

بعبارة أخرى، هل أن سياسات التحرير المالي قد أسهمت في تعميق حدة الأزمات التي تعرضت لها البلدان النامية؟ هذا ما سنحاول التعرف عليه في الفصل الموالي.

## الفصل الثالث: انعكاسات سياسة التحرير المالي على البلدان النامية

المبحث الأول: الأزمات المصرفية كنتيجة للتحرير المالي

المبحث الثاني: عرض لتجارب بعض الدول النامية في مجال التحرير  
المالي: كوريا الجنوبية والصين

## الفصل الثالث: انعكاسات سياسة التحرير المالي على البلدان النامية

### تمهيد

يعتبر صعود عدم الاستقرار المالي من أبرز ما ميز سنوات التسعينات. لقد كانت الأزمات المصرفية الصورة الأكثر إثارة في هذه الحالة من عدم الاستقرار. أشار<sup>1</sup> Honohan (1997) إلى أن ثلثي الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي كانت قد تعرضت إلى أزمات مصرفية حادة أسفرت عن خسائر متراكمة تجاوزت 250 مليار دولار. بالإضافة إلى ذلك، أكثر من 130 بلدا، وهو ما يمثل ثلاثة أرباع الدول الأعضاء في الصندوق، كانت قد عرفت اختلالات مصرفية معتبرة. نظرا لخطورة المسألة، إرتأينا تخصيص المبحث الأول من هذا الفصل لتحليل طبيعة الأزمات المالية، ومحاولة البحث في الأدبيات عن الرابط المحتمل بين سياسة التحرير المالي التي انتهجتها العديد من البلدان النامية، وتعرض هذه الأخيرة إلى الأزمات المالية. ثم سنتعرض في المبحث الثاني من هذا الفصل بنوع من التفصيل إلى دراسة اثنتين من التجارب المثيرة للاهتمام في مجال التحرير المالي، ألا وهما تجربتا كوريا الجنوبية والصين.

<sup>1</sup> Honohan, P. (1997). Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction, Bank for International Settlements, Working Papers n° 39.

## المبحث الأول: الأزمات المصرفية كنتيجة للتحرير المالي

يهدف هذا المبحث إلى تسليط الضوء على التأثيرات السلبية لتدفقات رؤوس الأموال على البلاد النامية، والتي تجسدت في أزمات مالية مكلفة شهدتها هذه الدول خاصة منذ مطلع تسعينات القرن الماضي. لأجل تحقيق هذا الغرض، سنعمد عبر الفقرات الموالية إلى تعريف الأزمات المصرفية، مع تحليل في مسبباتها وانعكاساتها.

### 1. ماهية الأزمة المصرفية

إن تعريف الأزمة ليس بالأمر البسيط على الإطلاق، لأن الأزمات المصرفية خلال سنوات التسعينات تميزت بطابعها غير المتجانس، كما أظهرت خصائص مختلفة. الأمر الذي يجعل من اعتماد تعريف شامل للأزمات المالية أمراً حساساً للغاية.

يعرف<sup>1</sup> Caprio and Klingebiel (1996) الأزمة المصرفية بأنها تلك الحالة أين تجد المصارف نفسها في مواجهة مخاطر سحب الودائع بكميات هائلة وبالتالي خطر الإفلاس، وعليه تقوم بتعليق التزاماتها؛ أو عندما تجد الدولة نفسها مجبرة على التدخل لتقديم مساعدات معتبرة حتى تواجه مثل هذه الحالة.

بالنسبة لـ<sup>2</sup> Kaminsky and Reinhart (1999) هناك نوعان من الأحداث التي تنبئ بحدوث

أزمة مصرفية:

<sup>1</sup> Caprio, G. and Klingebiel, D. (1996). Bank insolvencies: cross-country experience, World Bank Working Paper n° 1620.

<sup>2</sup> Kaminsky, G. and Reinhart, C. (1999). The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, American Economic Review, Vol. 89, n°. 3.

- حالة من الهلع المصرفي تؤدي إلى إقفال، السيطرة أو الاستحواذ من قبل القطاع العام أو مؤسسات مالية أخرى على مجموعة من المصارف المحلية (حالة فنزويلا عام 1993).
- حالات إقفال، عمليات دمج، الاستحواذ أو التدخل الحكومي على صعيد عالي وذلك لأجل انقاذ مجموعة أو مؤسسة مالية مهمة.

بحسب (Naamane 2003) تحدث الأزمات المصرفية عندما يقوم النظام المصرفي بمراكمة نقاط ضعف قد تكون ظرفية (مشكلات سيولة) أو أكثر خطورة مثل المشكلات الهيكلية (فشل على مستوى الميزانية) والتي يمكن أن تتجلى في صورة إفلاس بعض المصارف (أو غالبية المصارف) وعمليات سحب ضخمة للودائع المصرفية، الأمر الذي يدفع بالمصارف إلى تعليق التزاماتها، ويجبر السلطات النقدية على التدخل لمنع إنهيار النظام المالي.

ومع ذلك، ميز بعض الاقتصاديين بين الهشاشة المالية (Financial Fragility) والأزمات المالية (Financial Crisis). يعرف (Krugman 2011) الهشاشة المالية على أنها ضعف في النظام المالي وقابلية سقوطه في أزمة مالية<sup>1</sup>. كذلك، يعرف (Franklin and Douglas 2004) الهشاشة المالية على أنها تلك الدرجة التي يكون فيها لصدمات صغيرة آثار كبيرة على نحو غير متناسب<sup>2</sup>. زيادة على ذلك، يضيف (Roger and Stacey 2001) بأنه في الاقتصاد الكلي، يستخدم مصطلح الهشاشة المالية للإشارة إلى حساسية النظام المالي للأزمات المالية على نطاق واسع نتيجة صدمات اقتصادية، صغيرة وروتينية<sup>3</sup>. يؤكد (Bell and Pain 2000) على أنه يمكن اعتبار

<sup>1</sup> Krugman, P. (4 February 2011). Another Kind of Financial Fragility, The New York Times.

<sup>2</sup> Allen, F. and Gale, D. (2004). Financial Fragility, Liquidity, and Asset Prices. Journal of the European Economic Association, Vol. 2, n° 6.

<sup>3</sup> Lagunoff, R. and Schreft, S. (2001). A Model of Financial Fragility. Journal of Economic Theory, Vol. 99.

الهشاشة المالية واحدة من الخصائص التي قد تكون ذات صلة بهيكل النظام المالي، في حين أن الأزمات تنشأ عندما يكون هناك تفاعل بين هذه الهشاشة وصدمة خارجية<sup>1</sup>.

بحسب (Demirgüç-Kunt and Detragiache (1998) فإنه حتى يتم تصنيف فترة من

الهشاشة المصرفية على أنها أزمة نظامية (systemic crisis) لا بد من توفر شرط واحد من بين هذه الشروط:

- تتجاوز نسبة القروض المتعثرة 10% من إجمالي القروض المصرفية؛
- أن تساوي تكلفة خطة إنقاذ المصارف على الأقل 2% من إجمالي الناتج المحلي؛
- أن تكون مشكلات القطاع المصرفي وراء عملية تأمين واسعة النطاق للمصارف المحلية؛
- الحكومة، وحتى تضع حدا لهذه الوضعية الحالية تجد نفسها مجبرة على اتخاذ بعض التدابير الطارئة، مثل: وقف عمليات منح الائتمان، توقيف المصارف عن العمل، وحتى وتعميم الضمانات على الودائع.

وعليه، إذا تحقق واحد أو أكثر من الشروط المذكورة أعلاه، فإن المشكلة تعتبر ذات طبيعة نظامية وينبغي بالتالي اعتبارها أزمة مصرفية، في حين أنه إذا لم يتحقق واحد من هذه الشروط، فإن المشكلة تصنف على أنها بسيطة نسبيا. وبالمثل، يؤكد الباحثان على أن المعايير سابقة الذكر تعتبر كافية لتصنيف الواقعة إن كانت أزمة أم لا تقريبا في كل فترات الهشاشة التي تم تحديدها في الأدبيات. فأخذ عينة تتشكل من 65 بلدا متقدما وناميا، لاحظ الباحثان حدوث 31 واقعة من الأزمات المصرفية النظامية: وقعت 23 أزمة في البلدان النامية (6 منها كانت في أمريكا اللاتينية، 7 في آسيا، 7 في أفريقيا، و 3 في الشرق الأوسط)، وثمانية في البلدان المتقدمة. على سبيل

<sup>1</sup> Bell, J. and Pain, D. L. (2000). Leading Indicator Models of Banking Crises, Financial Stability Review, Bank of England.

المثال، قدرت التكلفة المخصصة لإنقاذ المصارف المكسيكية على المدى الطويل في أعقاب أزمة (94-95)، بنسبة 15% من إجمالي الناتج المحلي. في فنزويلا قدرت تكلفة الأزمة المصرفية بـ 18% من إجمالي الناتج المحلي، مما يدل على أن الحالة التي عاشتها هذه الدول كانت أزمات نظامية<sup>1</sup> (Miotti and Plihon (2001).

## 2. مسببات الأزمات المصرفية

في اقتصاد الاستدانة، نجد أن الدور الذي تلعبه المصارف في تمويل النشاط الاقتصادي يعتبر غاية في الأهمية وحتى حاسما. وعليه، إن كل شذوذ يمس النظام المصرفي فإنه يمكن أن يحدث عواقب وخيمة على النمو الاقتصادي في البلدان النامية. عموما، يمكن أن يتعرض المصرف لعدة أصناف من المخاطر:

- خطر السيولة: يتمثل في إمكانية مواجهة المصرف لعمليات سحب ضخمة لأموال المودعين، بحيث يجد نفسه في عجز عن توفير السيولة الضرورية لمواجهة طلبات السحب.
- خطر الائتمان: يمكن للتحرير المالي وتوفر التأمين على الودائع، أن يشجع المصارف على الإفراط في تحمل المخاطرة (مشكلة الخطر الأخلاقي) الأمر الذي يحدث طفرة في حجم القروض الممنوحة. إن خطر الائتمان يرجع إلى عدم قدرة المقترضين على سداد خدمات الديون.
- خطر السوق: يرتبط هذا الخطر بالتقلبات في أسعار الفائدة، في أسعار الصرف أو في أسعار البورصة. يحدث خطر سعر الفائدة نتيجة للتقلبات غير المتوقعة في هذه الأسعار. وهو مرتبط بالوظيفة النموذجية للمصارف والمتمثلة في تحويل آجال الاستحقاق.

<sup>1</sup> Miotti, L. et Plihon, D. (2001), *op. cit.*, p. 31.

- الخطر التشغيلي: يتأتى من الإدارة غير الفعالة لموارد واستخدامات المصرف. وعليه، فإنه يرتبط أساسا بمشكلات في سير نشاط المصرف وعمليات الرقابة الداخلية. وقد عرفت لجنة بازل للرقابة المصرفية على أنه خطر الخسائر الناجمة عن عدم كفاية أو فشل العمليات الداخلية، الأفراد والأنظمة، أو عن أحداث خارجية<sup>1</sup>.

بناء على ذلك، قد تتعدد مسببات الأزمات المصرفية، الشيء الذي يجعل من توقعها وإدارتها

أمرا صعبا. وفقا لـ Icard (2002)<sup>2</sup> يمكن تقسيم مسببات الأزمات المصرفية إلى ثلاثة فئات:

- تلك التي تتعلق مباشرة بالوضع الاقتصادي الكلي؛
- تلك التي تتعلق بالهيكل المالية؛
- تلك التي تتعلق بمدى كفاءة المديرين.

## 1.2. الأسباب المتعلقة بالوضع الاقتصادي الكلي

بالحديث عن هذا الصنف من العوامل، يشير Icard (2002) إلى أنه بحكم طبيعة نشاطها، تجد المصارف بشكل خاص نفسها حساسة للظروف الاقتصادية الكلية التي تنشط فيها، وأزيد من ذلك تكون حساسة للتغيرات التي تؤثر في هذه الظروف. إن نوعية القروض التي تمنحها وتدفقات الإيرادات التي تنتظرها من هذه القروض تعتمد إلى حد كبير على الوضع المالي لعملائها، والذي بدوره يتأثر بالظروف الاقتصادية. بشكل عام، تقترض المصارف على المدى القصير وتقرض على آجال أعلى، لذلك فهي حساسة جدا لهيكل معدلات الفائدة وتغيراتها. وأخيرا، قد تواجه المصارف طلبات سحب فورية على الودائع التي تجمعها، الأمر الذي يجعل من النظام المصرفي عرضة

<sup>1</sup> Bank for International Settlements. (2010). Principles for Enhancing Corporate Governance, March.

<sup>2</sup> Icard, A. (2002). Stabilité financière et contrôle prudentiel, Colloque de la BEAC : Rôle et fonction d'une banque centrale à l'ère de la globalisation, Libreville, 21 Novembre.

لعمليات السحب الجماعية الناجمة عن فقدان الثقة في أداء الاقتصاد. يمكن ارجاع التقلب الاقتصادي الكلي في الأسواق الناشئة إلى عدة أسباب داخلية وخارجية.

### 1.1.2. العوامل الداخلية المحدثة للتقلبات الاقتصادية الكلية

على الصعيد الداخلي، يتميز معدل النمو والتضخم عموماً بحالة من التقلب الشديد. وعليه، فإن عملية تقييم مخاطر الائتمان عندما يتقلب هذان المتغيران على نطاق واسع، تصبح مهمة صعبة. على سبيل المثال، لا يمكن أن نعتبر تاريخ شركة (أو سمعتها) على أنه دليل جيد على أدائها إذا كانت تنشط في بيئة تتميز بالتذبذب في معدل التضخم.

يجادل<sup>1</sup> Caprio and Klingebiel (1996) بأن تقلب معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم كانا من سمات البلدان النامية بين عامي 1960 و 1994، الفترة التي مر عدد كبير من هذه البلدان فيها بأزمات مصرفية نظامية.

خلص<sup>2</sup> Hausmann and Gavin (1998) كذلك إلى أن التقلبات في معدل نمو إجمالي الناتج المحلي لدول أمريكا اللاتينية كانت تقريباً أكبر بمرتين بالمقارنة مع البلدان الصناعية خلال عشريني الثمانينات والتسعينات.

ومع ذلك، فإنه من المتفق عليه عموماً أن البلدان التي تكون بينتها الاقتصادية الكلية أقل استقراراً، هي تلك التي تعرف تقلبات كبيرة في الودائع والقروض المصرفية.

<sup>1</sup> Caprio, G. and Klingebiel, D. (1996). *op. cit.*, p. 10.

<sup>2</sup> Hausmann, R. and Gavin, M. (1996). The roots of banking crises: The Macroeconomic Context, Inter-American Development Bank Working Paper n° 318.

## 2.1.2. العوامل الخارجية المحدثة للتقلبات الاقتصادية الكلية

على الصعيد الخارجي، هناك ثلاثة أنواع من الصدمات التي يمكن أن تؤثر بصفة معتبرة على درجة تقلب الاقتصاد:

### أ. التغير في اتجاه أسعار الفائدة الدولية

هذا العامل لا يؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بالنسبة للبلدان النامية ولكنه كذلك يؤثر بصورة مباشرة على تحركات رؤوس الأموال الدولية. لعب هذا العامل دورا هاما في النمو المفرط لحجم الائتمان في عدة بلدان آسيوية خلال سنوات التسعينات، والذي تلتته أزمة مالية في عام 1997 عندما أخذت رؤوس الأموال الدولية حركة عكسية.

في الواقع، تشير الأدلة التجريبية إلى أن التغيرات في أسعار الفائدة الدولية يمكن أن تفسر نصف أو ثلثي حركات رؤوس الأموال الدولية نحو البلدان النامية خلال سنوات التسعينات. على سبيل المثال، شهدت بلدان أمريكا اللاتينية تدفقات في رؤوس الأموال الخاصة تحركت بما يقارب 6% من إجمالي الناتج المحلي في عام 1981 في حين لم تتحرك تقريبا في الفترة ما بين 1983 و 1990، لتصل إلى 4% سنة 1994، وبين 5% و 6% خلال الفترة 1993-1995 (Goldstein and Turner, 1996)<sup>1</sup>.

### ب. التقلب في سعر الصرف الحقيقي

قد يكون هذا الأمر وراء العديد من الصعوبات التي تواجه المصارف سواء بصورة مباشرة (عندما تكون حصة معتبرة من ديونها غير المسددة محررة بعملات أجنبية، ويميل سعر

<sup>1</sup> Goldstein, M. and Turner, P. (1996). Banking crises in emerging economies : Origins and policies options, BIS economic papers, n° 46.

صرف العملة الوطنية إلى الانخفاض) أو بصورة غير مباشرة (عندما تسبب التقلبات في سعر الصرف خسائر معتبرة للمقترضين من المصرف).

تجادل كل من Kaminsky and Reinhart (1995) بأن معدل التذبذب القوي في سعر الصرف الحقيقي يعتبر واحدا من المؤشرات النموذجية التي تسبق ظهور أزمة مصرفية في البلدان النامية. يمكن تفسير ذلك من خلال انخفاض ربحية المصدرين، ما يمكن أن يكون وراء عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم تجاه المصارف. خلص Hausmann and Gavin (1995) إلى أن التقلبات في سعر الصرف الحقيقي لـ 22 بلدا ناميا من أمريكا اللاتينية قد بلغت حوالي ثلاثة أضعاف ما سجلته البلدان الصناعية خلال سنوات الثمانينات والتسعينات. في الواقع، مع زيادة الروابط الدولية، أصبحت البلدان التي تطبق نظام الصرف الثابت أكثر عرضة لتقلبات تدفقات رؤوس الأموال، حيث أن نظام صرف مرن يؤمن أفضل حماية ضد الصدمات الخارجية مع إعطاء قدر أكبر من الاستقلالية للسياسة النقدية.

## 2.2. أسباب التقلب المرتبطة بالهيكل المالية

تشير الأدبيات الاقتصادية إلى أن الأزمات المصرفية قد ظهرت في كثير من الأحيان في الاقتصاديات التي تتميز بهيكل غير ملائمة لشروط ممارسة الوظيفة المالية. تتمثل المشاكل الأكثر شيوعا في عدم تكيف الإطار المؤسسي، نقص الاستعداد لمواجهة الانفتاح المالي على الخارج، وتدخل الحكومة في النشاط المصرفي.

### 1.2.2. عدم تكيف الإطار المؤسسي

يؤثر الإطار المؤسسي الذي تنشط المصارف داخله بشكل كبير على نشاطها ودرجة صلابتها. وعليه، إذا كان الهيكل المؤسسي الذي تنشط المصارف داخله يعاني قصورا في الرقابة،

فإن ذلك يمكن أن يؤثر سلبا على أدائها. وهكذا، فإن وضوح الوضع القانوني للمصارف، العمليات التي يمكنها ممارستها، والأدوات المالية التي تكون تحت تصرفها، يعتبر عنصرا رئيسا يدعم الأداء الجيد للنظام المالي. وبالمثل، فإن الإطار المؤسسي الذي يعمل داخله المشرفون، وممارسة دورهم الرقابي، والحكم على درجة المخاطر، يعتبر مؤشرا جيدا للاستقرار المالي.

في الواقع، من غير الممكن بالنسبة للمستثمرين الخواص (حملة أسهم، مودعين، ...)، ولا بالنسبة للمشرفين على النظام المصرفي أن يميزوا المصارف الجيدة من السيئة من دون معلومات جيدة حول المركز المالي للمصارف ونوعية عملائها.

### 2.2.2. نقص الاستعداد لمواجهة الانفتاح المالي على الخارج

بالحديث عن الأزمات المالية خلال سنوات التسعينات، يؤكد (Miotti and Plihon (2001) على أن الدراسات حول الأزمات المالية تبين وجود علاقة بين الأزمات المصرفية والمالية، وسياسات التحرير المالي الراديكالية (Radicalism) في كثير من الأحيان، والتي تم تنفيذها في الأسواق الناشئة.

أجرت كل من (Kaminsky and Reinhart (1999) دراسة تجريبية مهمة شملت 20 بلدا ناميا. توصلنا من خلالها إلى أنه في أعقاب الحركة الشاملة للتحرير المالي في العالم، ازداد عدد الأزمات المصرفية إلى حد كبير، كما أنه من بين الخمس والعشرين أزمة مصرفية التي تم الكشف عنها في عينتهما، 18 منها سبقتها عملية تحرير للقطاع المالي خلال خمس سنوات قبل الأزمة. وبالمثل، أجرى (Demirguc-Kunt and Detragiache (1998) دراسة شملت 53 بلدا خلال الفترة 1980-1995. توصلنا من خلالها إلى أن عملية التحرير المالي تزيد من احتمال حدوث أزمات مصرفية. ويبرران ذلك بأن التحرير المالي قد يؤدي، على الأقل في المرحلة الانتقالية، إلى زيادة

في تقلبات أسعار الفائدة وتشويهه في هيكل هذه الأسعار، الأمر الذي قد يفاجئ المصارف المعتادة على أسعار فائدة منظمة\*.

في الواقع، يربط بعض الباحثين صعود الأزمات المصرفية بحركات رؤوس الأموال (أنظر البيان 1.3). يدعي البعض بأن الأزمات أصبحت أكثر تواترا مع مرور الوقت. من الواضح أن العقود الثلاثة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية كانت نسبيا خالية من الأزمات، في حين شهدت العقود الثلاثة الأخيرة العديد من الأزمات<sup>1</sup> (Claessens and Kose (2013)). يعزو البعض هذه الزيادة في الأزمات إلى المزيد من التحرير في أسواق رؤوس الأموال، بالإضافة تبني أسعار الصرف العائمة (المرنة)، وزيادة التكامل المالي.

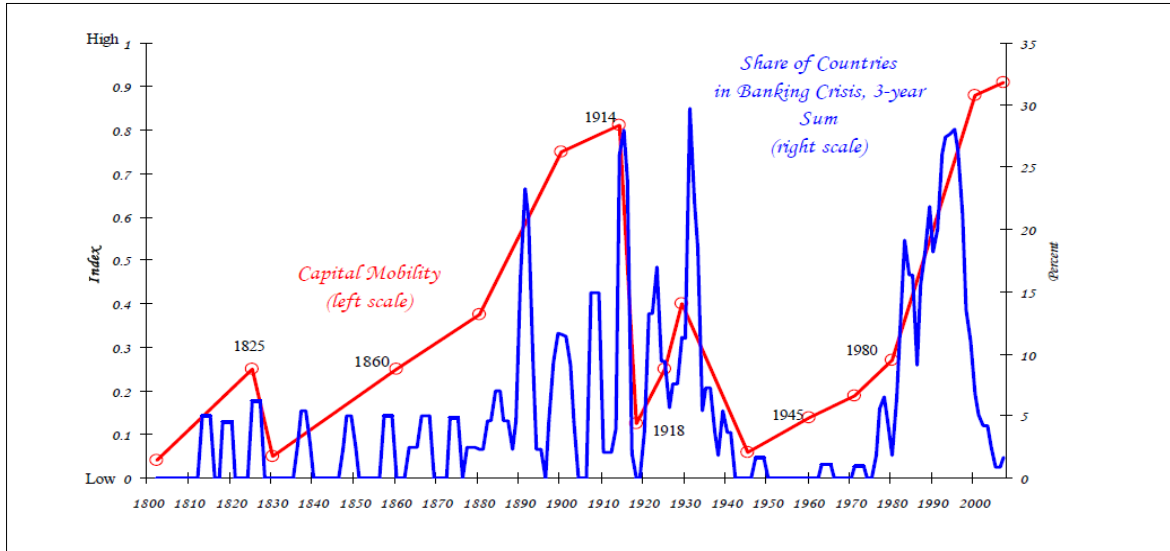
توصل<sup>2</sup> Jordà., Schularick and Taylor (2012) في دراسة استخدمت سلاسل زمنية لبيانات اقتصادية كلية ومالية، تتعلق بـ 14 بلدا متقدما خلال الفترة 1870-2008، إلى أنه لم تكن هناك أزمات مالية خلال فترة تطبيق نظام بريتون وودز أين تمتعت أسواق المال بدرجة عالية من التنظيم والرقابة على رأس المال. كذلك، يجادل<sup>3</sup> Bordo et al. (2001) بأن مشكلة التوقف المفاجئ (sudden stop) أصبحت أكثر حدة منذ التخلي عن نظام معيار الذهب (gold standard) منذ مطلع السبعينات.

\* نعتي بكلمة منظمة هنا، أن أسعار الفائدة لا تتحدد بتفاعل قوى السوق، وإنما يتم تحديدها إداريا من قبل البنك المركزي.

<sup>1</sup> Claessens, S. and Kose, M. A. (2013). Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper, n° 28.

<sup>2</sup> Jordà, O., Schularick, M. and Taylor, A. M. (2012). When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises, San Francisco Fed, Working Paper, no. 2011-27.

<sup>3</sup> Bordo, M. D., Eichengreen, B., Klingebiel, D. and Martinez-Peria, M. S. (2001), Is the Crisis Problem Growing More Severe?, Economic Policy, Vol.16.



### البيان 1.3. حركة رأس المال وتزامن حدوث الأزمات المصرفية، 2007-1800\*

\* يعبر المحور على اليمين عن حصة البلدان المتضررة من الأزمات المصرفية إلى إجمالي دول العينة التي تضمنت 66 بلدا متقدما وناشئا، أما المحور على اليسار فيعبر عن حركة رأس المال.

Source : Reinhart, C. Rogoff, .S. R. (2008). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises, NBER, p. 8.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن إرجاع الأزمات المصرفية في شق كبير منها إلى عملية التحرير المالي غير الكافية أو غير المكتملة، لأن الإبقاء على تدخلات الحكومة بصور مختلفة يعتبر مصدرا للخطر الأخلاقي يمنع ضوابط السوق (market discipline) من أن تلعب الدور المنوط بها. هذه المخاطر الأخلاقية قد تكون وراء إتخاذ المصارف لبعض السلوكات والممارسات، وبخاصة الإفراط في تحمل المخاطر والسلوكات المضاربية.

### 3.2.2. تدخل الحكومة في النشاط المصرفي

كما ذكرنا سابقا، يعتبر تدخل الحكومة في نشاط المصارف واحدا من الخصائص الرئيسية لاقتصاد يعاني من الكبح المالي (الذي يعتبر الوضع السائد في معظم البلدان النامية). وينعكس هذا بشكل خاص من خلال تطبيق سياسة ائتمان انتقائي. وهكذا، فإن المشروعات التي توصف بأنها ذات أولوية، حتى ولو كانت ربحيتها أقل فإنها تفضل على مشروعات أخرى أكثر ربحية.

وعليه، فإن الاهتمام غير الكافي بنوعية القروض الممنوحة، يمكن أن يحول التمويلات المصرفية إلى مجرد برامج دعم حكومي لقطاعات ذات أداء منخفض.

إن تدخل الحكومة بهذه الصورة يمكن أن يؤدي إلى عواقب وخيمة على النمو الاقتصادي (بالنظر إلى أن المشروعات الممولة تتميز بجدوى ضعيفة)، وعلى صلابة وريحية النظام المصرفي. تجسدت هذه الحالة في القروض التي منحت لشركات النفط في نهاية سنوات السبعينات، إن تغيرا في الظروف الاقتصادية من شأنه أن يتسبب في انهيار هذا القطاع، وبالتالي انعكاسات خطيرة على المصارف التي أقرضته على نطاق واسع<sup>1</sup> (González-Hermosillo, 1999).

### 3.2. الأسباب التي تتعلق بمدى كفاءة المسيرين

بالأساس، هناك نوعان من المخاطر التي يمكن الحديث عنها في هذا الصدد: تركيز خطر الائتمان وسوء الإدارة.

#### 1.3.2. تركيز خطر الائتمان

وفقا لـ Icard (2002) يمكن أن تكون هذه الظاهرة نتيجة التساهل في منح قروض لعملاء تربطهم روابط مؤسسية أو غير رسمية بالمصرف، أو كما يحدث في بعض البلدان الناشئة عندما يتم الإفراط في منح الائتمان لبعض الصناعات التصديرية. إن إفلاس عدد قليل من المقترضين، أو تراجع في قطاع اقتصادي مهم يمكن أن يؤدي إلى إحداث خسائر معتبرة للمصرف.

<sup>1</sup> González-Hermosillo, B. (1999). Developing indicators to provide early warnings of banking crises, Finance and Development, June.

### 2.3.2. سوء الإدارة

إن ضمان إدارة الائتمان والمخاطر الداخلية للمصرف دائما ما كانت مهمة المديرين. وهكذا، فإن الإدارة الضعيفة والسيئة كثيرا ما اعتبرت السبب الرئيس في فشل المصارف.

بالإضافة إلى ما سبق، لا بد من أن لا ننسى الدور الذي لعبته العدوى (contagion) في نقل الأزمات المصرفية من اقتصاد لآخر، نظرا لتزايد ترابط الاقتصاديات وانتشار ظاهرة العولمة المالية. في الواقع، نجد أن مصطلح العدوى أصبح يستخدم بشكل متزايد في الأعمال المهمة بدراسة الأزمات المالية. لكن تعريف هذه الظاهرة لا يزال مثيرا للجدل. تتفق الأدبيات على تعريف العدوى بأنها ظهور أزمة في بلد ما ببساطة، استجابة لأزمة حدثت في بلد آخر. تعرف González-Hermosillo (1999) ظاهرة العدوى على النحو التالي:

*« Contagion occurs when problems at some banks in the system adversely affect other, financially sound banks. One result of contagion could be generalized deposit runs on the banking system, and another could be a weakening of the banking system because of banks' "herding behavior." Through the latter, individual banks could increase their risk taking because other banks were doing so—this could be the result, for example, of banks' efforts to maintain their market shares or to keep up with competitor banks that they think have better information »<sup>1</sup>.*

من التعريف السابق، يبدو أنه تكون هناك عدوى، إذا كانت للمشكلات التي يعاني منها مصرف ما تأثيرات على مصارف أخرى تكون سليمة من الناحية المالية. يمكن أن يتجلى ذلك بالأساس في سحب مفاجئ وبكميات معتبرة للودائع المصرفية (إنعدام الثقة في النظام المصرفي) وضعف النظام المالي بسبب سلوك القطيع الذي تنتهجه المصارف التي قد ترفع من درجة تعرضها للمخاطر لأن مصارف أخرى تفعل ذلك. قد تعتمد المصارف هذا السلوك لأجل الحفاظ على حصتها السوقية أو لمواكبة المصارف المنافسة، التي تعتقد أنها تمتلك معلومات أفضل منها.

<sup>1</sup> Ibid., p. 37, 38.

خلال سنوات التسعينات، تأثر عدد كبير من البلدان النامية بأزمات صرف (currency crises) حادة أسفرت عن دخول هذه البلدان في مرحلة من الركود والتباطؤ في النشاط الاقتصادي. وبالمثل، بعض الاقتصاديات تضررت من أزمات صرف وأزمات مصرفية (banking crises) خلال الفترة نفسها، نحن نتكلم في هذه الحالة عن الأزمات التوائم (The Twin Crises). إن تزامن حدوث أزمة مصرفية يمكن أن تكون له عواقب وخيمة على النشاط الاقتصادي وسير عمل النظام المصرفي. في الواقع، لقد ضربت ظاهرة الأزمات التوائم بالأساس تلك الاقتصاديات التي تحررت حديثا.

قام<sup>1</sup> Glick and Hutchison (1999) بإجراء دراسة شملت تسعين بلدا متقدما وناميا، وقد خلاصا إلى أن حرية حركة رؤوس الأموال جنبا إلى جنب مع تحرير النظام المالي الداخلي، ترفع من احتمال حدوث الأزمات التوائم، وأن هذا الاحتمال يكون أكبر في البلدان النامية منه في البلدان المتقدمة. ومع ذلك، فمن المقبول عموما أن حدوث الأزمات المصرفية يعد مؤشرا جيدا لأزمات الصرف في الأسواق الناشئة. لكن هذا الأمر لا يصح دائما، لأنه في بعض الحالات يمكن أن يمر النظام المالي بأزمات مصرفية دون التعرض لأزمات صرف.

مقارنة بالأزمات في العقود السابقة، فإن التسلسل الزمني للأزمات (أزمة مصرفية-أزمة صرف) يمكن أن يأخذ منحى عكسي، هذا ما لاحظته (Kaminsky and Reinhart, 1999).

خلال الأزمات المالية الأخيرة، برزت المشاكل المصرفية عادة كنتيجة لأزمات الصرف، في حين أنها كانت هي في معظم الحالات نقطة بدء الأزمات في سنوات التسعينات، إذن يبدو أن هناك جيلا جديدا من الأزمات، فهي ليست أزمات ديون (debt crises) (ناجمة عن عدم القدرة على

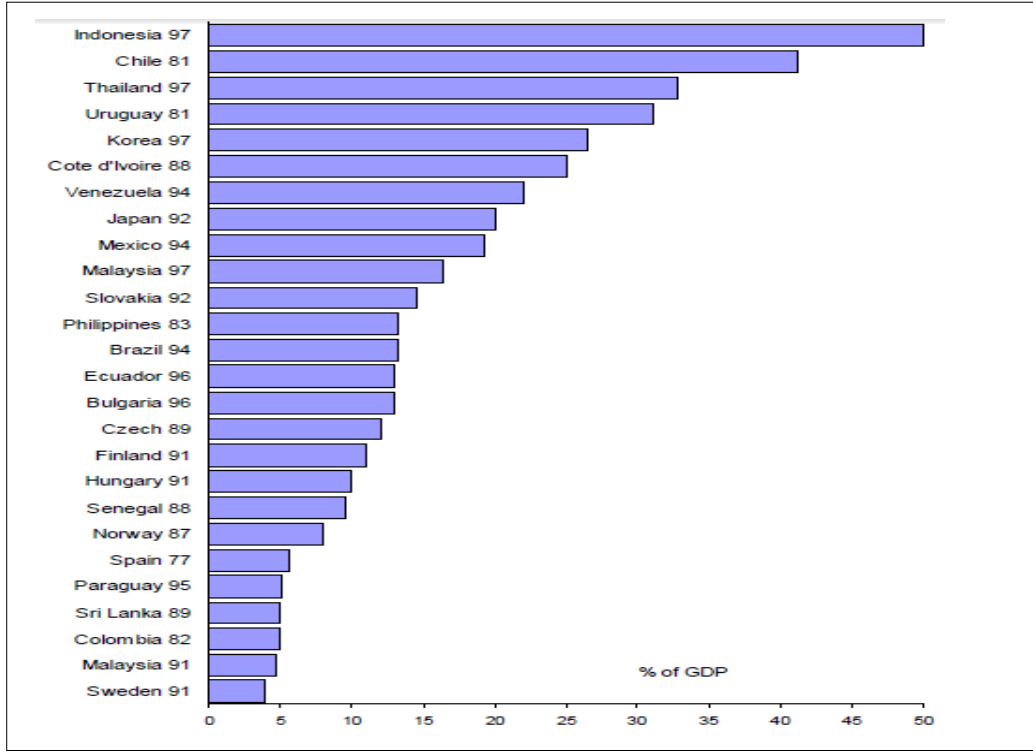
<sup>1</sup> Glick, R. and Hutchison, M. (1999). Banking and currency crises: How common are twins?, Pacific Basin Working Papers Series, n°7, University of California Santa Cruz.

سداد خدمة الدين). على النقيض من ذلك، فلقد تمثلت في أزمات "ما بعد الدين"، تتعلق بالتذبذبات في الحركات الدولية لرؤوس الأموال (Sandretto, 2002).

### 3. عواقب الأزمات المصرفية

قام Caprio and Klingebiel (1996) برسم صورة شاملة للأزمات المصرفية في البلدان النامية والبلدان المتقدمة. وفقا لهذين المؤلفين، باستثناء إسبانيا خلال الفترة 1977-1985، لم يتعرض أي بلد متقدم لأزمات مصرفية فاقت تكلفتها 10% من GDP، سواء في فنلندا (1991-1993: 8%)، السويد (1991: 6%)، النرويج (1987-1989: 4%) أو في الولايات المتحدة مع مطلع سنوات التسعينات (والتي لم يكن لها تأثير تجاوز 3% من GDP). في المقابل، نجد أنه في البلدان الأقل نمواً، فاقت تكلفة الأزمات المصرفية ربع إجمالي الناتج المحلي السنوي، هذه الحالة اعتبرت شائعة (الأرجنتين، تشيلي، ساحل العاج) وغالبا ما تم تجاوز عتبة 10% (فنزويلا: 18%)، المكسيك: 15%، بلغاريا: 14%). ومع ذلك، فإن التكاليف التي تحدثها الأزمات المصرفية تتضمن، بصرف النظر عن تلك الناجمة عن حالات إفلاس المصارف، تلك التي تكبدتها الحكومة جراء عمليات انقاذ المصارف.

بحسب دراسة أجراها Honohan and Klingebiel (2000) اشتملت على عينة تكونت من 34 بلدا متقدما، ناميا، وانتقاليا، على الفترة 1970-2000، توصل الباحثان إلى أن متوسط المبالغ التي خصصتها الحكومات لانقاذ المصارف المتضررة قد بلغ 12.8% من GDP (أنظر البيان 2.3). نجد أن هذه التكلفة تكون أكثر ارتفاعا في البلدان النامية إذ تصل إلى غاية 14.3%.



البيان 2.3. الأعباء المالية للأزمات المصرفية

الوحدة: (GDP %)

Source : Honohan, P. and Klingebiel, D. (2000). Controlling Fiscal Costs of Banking Crises, The World Bank, p. 4.

بالمثل، خلص Lindgren., Garcia, and Saal (1996) إلى أن فترات الهشاشة في الأنظمة

المصرفية للبلدان النامية قد أضرت بالنمو الاقتصادي في هذه البلدان. سعى Honohan and

Klingebiel (2000) إلى تحديد سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية قبل وبعد حدوث الأزمات

المصرفية. عبر الباحثان بالنقطة (T) عن السنة التي حدثت فيها الأزمة المصرفية. في حين مثلت

القيم المتوسطة السنوية لكل متغير ولقد تم رصدها على مدى فترة سبع سنوات (ثلاثة سنوات قبل

الأزمة، ثلاثة سنوات بعد الأزمة، بالإضافة إلى السنة التي وقعت فيها الأزمة). وقد خلص الباحثان

إلى أن تدفقات رؤوس الأموال نحو الأسواق الناشئة قد سلكت وتيرة متزايدة لتصل إلى قيمة قصوى

(3% من GDP) في السنة التي سبقت الأزمة. يمكن تفسير ذلك من خلال تدفق أحجام كبيرة من

رؤوس الأموال قصيرة الأجل والتي أتبعته بانخفاض حاد. عند قيام الأزمة، كانت حالة البلدان

الناشئة في أمريكا اللاتينية تتميز بالخطورة لأن تدفقات رؤوس الأموال سجلت هروبا بنسبة 1% من GDP. هذا يؤكد على صحة الفكرة القائلة بأن الارتدادات (هروب) العنيفة في رؤوس الأموال كانت قد لعبت دورا هاما في إحداث الأزمات المصرفية خلال سنوات التسعينات. لقد كان لهذه التدفقات العكسية الضخمة لرؤوس الأموال الأجنبية تأثير على كمية الاحتياطيات الدولية التي كانت في حالة إنخفاض بالأصل. في الواقع، لقد عرف معدل نمو هذه الاحتياطيات تراجعاً كبيراً ليصل إلى مستويات سالبة في السنة (T) نتيجة هروب رؤوس الأموال. بعد أن وصل معدل نمو الودائع المصرفية إلى مستويات قياسية إذ بلغ 8% من GDP بالنسبة لإجمالي الأسواق الناشئة عامين قبل الأزمة، بدأ يشهد تراجعاً بدوره. هذا الأمر يمكن أن يمثل مؤشراً جيداً عن الدخول في مرحلة من الهشاشة المصرفية، لأن وجود القروض المتعثرة إلى جانب مشكلات السيولة تكمن وراء الانخفاض في حجم الودائع.

شهد سعر الصرف تحسناً خلال السنتين السابقتين للأزمة، ليتراجع بعد ذلك بصورة تدريجية حتى بداية الأزمة المصرفية. هذا الأمر قد يفقد الاقتصاد قدرته التنافسية وبخاصة الصادرات. معدل نمو إجمالي الناتج المحلي شهد بدوره انخفاضا مستمرا خلال الفترة من (T-2) إلى غاية (T) ليستعيد بعد ذلك عافيته ويعود إلى مستواه السابق ولكن بعد ثلاثة سنوات تقريبا. أمام هذا التدهور في حالة المصارف، وجد البنك المركزي نفسه مجبرا على التدخل كمقرض الملاذ الأخير وذلك من خلال ضخ السيولة في الاقتصاد. في الواقع، رد الفعل هذا كان قد بدأ منذ سنتين قبل حدوث الأزمة واستمر حتى (T+2)، وهذا لأجل وضع حد لحالة الإفلاس التي أصابت النظام المصرفي.

على العموم، يمكن تلخيص حالة الأزمات المصرفية خلال سنوات التسعينات، في مستويات عالية للتضخم، تترافق بنمو سريع في أحجام الائتمان، يرجع ذلك جزئياً إلى تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل بمستويات أعلى من المعدل الطبيعي والتي تفسر في بعض الحالات بالتحرير الحديث للنظام المالي. يتبع هذا الوضع بصدمة، مثل إنخفاض في النشاط الحقيقي، بطئ في تدفق رؤوس الأموال، تدهور شروط التبادل، أو ضعف النظام المصرفي (المحرر حديثاً) نتيجة إرتفاع في أسعار الفائدة الدولية.

#### 4. تحديد العلاقة بين التحرير المالي والأزمات المصرفية

من المسلم به عموماً أن الاقتصاد الذي يعاني من الكبح المالي، هو اقتصاد ينشط فيه عدد محدود من المصارف المحلية. كما أن دخول مصارف محلية جديدة لا يتميز بالحرية، إذ أنها تخضع لدرجة عالية من التنظيمات. بالإضافة إلى ذلك، فإن المصارف الأجنبية التي ينتظر أن تدخل نوعاً من الديناميكية المالية، تجد نفسها محرومة من المساهمة في رأس مال المؤسسات المالية الوطنية. كذلك، تتميز حالة الكبح المالي بغياب المنافسة النزيهة والتامة بين مختلف المؤسسات المالية والمصرفية وهذا راجع لتحديد أسعار الفائدة التي تطبقها المصارف. نتيجة كل ذلك، ينشأ نظام مصرفي ذو درجة عالية من التركيز (على قطاع معين) والتنظيم (لا يتمتع بالحرية الضرورية لمزاولة نشاطه).

بمجرد أن يتحرر النظام المالي، تجد المصارف نفسها في وضع يتميز أساساً بحرية الدخول والخروج من الصناعة البنكية. وبالمثل، في هذه البيئة الجديدة، ستتحدد أسعار الفائدة فقط من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. إذن، فالتحرير المالي ينطوي على تغيير جذري في قواعد اللعبة. لذلك، فإن هذا التغيير في الإطار الذي تنشط فيه المؤسسات المالية جنباً إلى جنب مع

ضعف الرقابة المصرفية سيكون وراء ظهور ممارسات جديدة من قبل المصارف. لقد لعبت هذه الممارسات دورا حاسما في اضعاف الأنظمة المصرفية الوطنية وإحداث أزمات مصرفية في البلدان النامية. تمثلت هذه الممارسات أساسا في الإفراط في تحمل المخاطر والسلوك المضاربي للمصارف.

#### 1.4. الإفراط في تحمل المخاطر من قبل المصارف

قبل رفع القيود المالية، إعتبر غياب المنافسة من الخصائص الرئيسية للقطاع المصرفي. كما أنه كان مدعوما من قبل الحكومة بفضل الحواجز التنظيمية أمام الدخول والخروج الحر من الصناعة البنكية. في مقابل هذا، بعد عملية التحرير، شرعت الحكومات في التخلي عن مسؤولياتها تجاه المصارف. إن إنشاء أسواق مالية جديدة أكثر ديناميكية وابتكارا، ودخول منافسين جدد (محليين وأجانب) إلى الساحة قد يحد من حالة "الرفاهية" التي إعتادت المصارف المحلية العمل فيها. يترجم هذا بشكل رئيسي من خلال زيادة المنافسة التي تدفع بالمصارف إلى المزيد من المخاطرة حتى ترفع من الأرباح<sup>1</sup> (Grondin and Bernou, 2001).

في هذه البيئة الجديدة، يجد المساهمون والمدراء التنفيذيون للمصارف أنفسهم مجبرين بشكل متزايد على تحمل المخاطر لأن تراجع الأرباح المرتبطة بزيادة المنافسة، تقلل من القيمة الاقتصادية للمصرف. وبالتالي، سيتم التهاون تجاه تكلفة الافلاس من قبل المساهمين و المدراء التنفيذيين في المصارف، لأنهم مجبرون على إختيار استراتيجيات عالية الخطورة. يشير Plihon (1996) إلى أن زيادة المخاطر داخل النظام المصرفي تعود إلى زيادة التحرير المالي. وبالمثل، يشير Samuelson (1999) إلى أنه بزيادة كفاءة المستوى الاقتصادي الجزئي، فإن التحرير

<sup>1</sup> Bernou, N. et Grondin, M. (2001). Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque, Groupe d'Analyse et de Théorie Economique, document de travail, no 12.

المالي يرفع من المخاطر الاقتصادية الكلية. على وجه الخصوص، يبدو أن الخطر الأخلاقي قد لعب دورا رئيسا في هذا النوع من سلوكيات المدراء.

كما تؤكد (1999) González-Hermosillo على أن الخطر الأخلاقي يمكن أن يحدث لما تسمح المصارف لنفسها بالإفراط في تحمل المخاطر من خلال منح القروض بشروط يمكن أن تكون مريحة للغاية في المدى القصير، لكن إحتتمالات السداد على المدى الطويل تكون ضعيفة، كما أنها تتوقع أن الخسائر المحتملة سوف يتم تحملها من قبل طرف آخر، من قبل الحكومة عبر خطط الانقاذ، أو من قبل المنظمات المالية الدولية.

بالإضافة إلى ذلك، تعتبر عملية التحرير المالي غير المكتملة واحدا من العوامل المفسرة للهشاشة المصرفية وظهور الأزمات، لأن الإبقاء على التدخلات الحكومية تحت صور مختلفة يمكن أن يتسبب في إحداث المخاطر الأخلاقية التي تمنع ضوابط السوق من أن تلعب دورها. ومع ذلك، يؤكد (2001) Miotti and Plihon على أن تحمل مخاطر إضافية ليس بالضرورة أمرا سيئا بالنسبة للاقتصاد. في الواقع، أصبح في إمكان المصارف تمويل مشروعات تتميز بالخطورة لكن عائدها المتوقع مرتفع، بالإضافة إلى كونها ذات نفع على المجتمع. إن تمويلا من هذا النوع كان مستحيلا تقريبا قبل عملية التحرير المالي. يجادل المؤلفان، أنه بحسب النظرية المالية المعيارية، لا ينبغي لهذه المخاطرة أن تضعف المصارف إذا كانت هذه الأخيرة تنتهج إستراتيجية تنويع المخاطر.

بالمثل، أجرت (1999) González-Hermosillo دراسة تجريبية واسعة النطاق شملت 4000 مصرفا في الولايات المتحدة، المكسيك وكولومبيا، لأجل تحديد مسؤولية هذه المؤسسات في إحداث الأزمات المصرفية. بتحليلها لنسبة تغطية المصارف، خلصت إلى أنه إذا واجه مصرفان نفس

الخطر (للمصرفين ذات النسبة من القروض المتعثرة إلى إجمالي الأصول) يمكن أن يكونان في وضع مالي مختلف إذا قام أحد المصرفين بتخصيص احتياطات معتبرة لتغطية قروضه المتعثرة، في حين لم يفعل الآخر ذلك. وعليه، فإن إفراط المصارف في تحمل المخاطر بعد عملية التحرير المالي، لا يعتبر ضارا بصفة تلقائية لهذه المصارف إذا تمكنت من تنويع مخاطرها وتخصيص ما فيه الكفاية من الاحتياطات لتغطية القروض المتعثرة.

#### 2.4. السلوك المضاربي للمصارف

قام Kaldor (1939) بتعريف المضاربة على النحو التالي:

« *Speculation, (...), may be defined as the purchase (or sale) of goods with a view to re-sale (re-purchase) at a later date, where the motive behind such action is the expectation of a change in the relevant prices relatively to the ruling price and not a gain accruing through their use, or any kind of transformation effected in them or their transfer between different markets* »<sup>1</sup>.

يتضح من التعريف السابق، بأن المضاربة هي شراء (بيع) لسلعة بغرض إعادة بيعها (إعادة شرائها) في وقت لاحق، بحيث أن الدافع وراء هذا السلوك هو تحقيق مكاسب جراء حدوث تغير في الأسعار المستقبلية نسبة إلى الأسعار السائدة في السوق حاليا، وليس بأي حال من الأحوال تحقيق مكاسب من وراء استخدام هذه السلع، أو إجراء أي نوع من التحويلات عليها، أو تداولها بين الأسواق المختلفة.

لقد أعطى تحرير الأسواق المالية للمصارف القدرة لتلبية حاجتها من السيولة، وتحقيق توظيفات مالية مريحة. وبالتالي، تولد سلوك مضاربي لدى المصارف. إن تفسير هذا السلوك الذي إنتهجه المصارف بسيط. أولاً، في إقتصاد حديث التحرير، نجد أنه قد تم إتخاذ العديد من التدابير الرامية لتسهيل عملية دخول فاعلين جدد (سواء محليين أو أجنب) للسوق، ورفع القيود المفروضة

<sup>1</sup> Kaldor, N. (1939). Speculation and Economic Stability, The Review of Economic Studies , Vol. 7, n° 1. p. 1.

على الأنشطة المصرفية. وبالتالي، أدت حدة المنافسة وتطور السوق المالية إلى تخفيض أرباح المصارف. لاحظ (2002) Sandretto بأن كبريات الشركات، عوضاً عن اللجوء للمصارف طلباً للتمويل كما كان الحال في السابق، أصبحت تلجأ إلى إصدار السندات على مستوى الأسواق المالية. إشتداد المنافسة هذا سيكون وراء تراجع في ربحية العمليات المصرفية التقليدية، كلما تحول عدد كبير من الشركات نحو التمويل المباشر على مستوى الأسواق المالية. حتى تعوض المصارف عن هذا التراجع في الربحية، سوف تبحث عن مصادر جديدة للسيولة، وهذا بالتركيز على عمليات ذات عوائد مرتفعة وذات طبيعة مضاربة. على وجه التحديد، يعتبر عدم وجود رقابة مصرفية بالمعنى التام للكلمة وراء دفع المصارف إلى هذا السلوك الذي يعتبر السبب وراء هشاشة النظام المصرفي.

ومع ذلك، يبدو أن التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، كانت قد لعبت دوراً حاسماً في إحداث الأزمات المصرفية داخل البلدان النامية خلال سنوات التسعينات.

### الجدول 1.3. ديون المصارف الأجنبية على المصارف الآسيوية (1995، 1996، 1997)

الوحدة: (GDP %)

1997	1996	1995	
27.2	24.4	22.2	إندونيسيا
28.1	22.4	19.2	ماليزيا
24.0	16.0	11.2	الفلبين
38.2	37.9	37.4	تايلاند
21.3	20.6	17.0	كوريا

Source : Little, J. S. Olivei, G. P. (1999). Why the Interest in reforming the International Monetary System ? , New England Economic Review, September/October, Table 2, p. 61. (other's translation).

لاحظ (2001) Grondin and Bernou بأن هشاشة الأنظمة المصرفية الآسيوية تأتي أساساً من درجة تبعية المصارف المحلية لرؤوس الأموال الأجنبية وعلى هيكل الأموال المقترضة.

وبالمثل، يضيف المؤلفان، أنه بالإضافة إلى زيادة حجم إلتزاماتها (ديونها)، منذ مطلع التسعينات أظهرت هذه المصارف توجهها نحو هيكل قروض محررة أساسا بالدولار من جهة، ومتعاقد عليها لفترات استحقاق قصيرة من جهة أخرى. وبالتالي، فإن هروب رؤوس الأموال في عام 1997، قد أغرق المنطقة في أزمت مصرفية ومالية كانت مكلفة للغاية بالنسبة لبلدان كانت تأمل دعم نموها الاقتصادي من خلال التحرير المالي.

على العموم، لتلخيص الأمر يمكن القول بأن عملية التحرير الداخلي للأنشطة المصرفية والائتمان على وجه الخصوص، قد سهلت تمويل الأنشطة ذات الربحية المنخفضة، والخطر غير المقدر بشكل جيد (الاستثمار في العقارات)، أو حتى العمليات المشبوهة (قروض ذات أبعاد سياسية). من الأمثلة عن هذه القروض "السياسية" نذكر المثال الذي قدمه<sup>1</sup> Krugman (2009) عن القرض المباشر الذي منح من طرف مصرف أجنبي لمؤسسة مدارة من طرف مقربين من الرئيس الإندونيسي خلال سنوات التسعينات. أما عن المثال المرجعي، فكان ذلك القرض الذي دمر (Peregrine Investments Holdings)\*، هذا القرض الذي منح مباشرة لشركة سيارات الأجرة التي تمتلكها ابنة الرئيس سوهارتو. من جهة أخرى، أسهم الانفتاح المالي على الخارج في توسيع إمكانيات تجميع الموارد المقترضة من الخارج على المدى القصير بعملات أجنبية، والمستخدمة في تمويل عمليات إقراض بالعملة المحلية على المدى الطويل.

وفقا لـ<sup>2</sup> Aglieta (1998)، في مرحلة أولى، يجعل التحرير المالي الاقتصاديات هشة من الداخل، عبر السماح بوجود سلوكيات تقوض النظام المصرفي، جاعلا من المصارف المحلية

<sup>1</sup> Krugman, P. (2009). The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008, W. W. Norton & Company, New York.

\* بيرغرين القابضة للاستثمارات، كانت شركة استثمارية يقع مقرها في هونغ كونغ. تمت تصفيتها عقب انهيار الاقتصاد الإندونيسي خلال الأزمة المالية الآسيوية.

<sup>2</sup> Aglietta, M. (1998). Comment réguler les crises financières internationales ?, Sciences Humaines, Hors série n° 22, septembre/octobre.

"الحلقة الأضعف" في الاقتصاديات النامية. في مرحلة ثانية، يجعل من الاقتصاديات الناشئة عرضة للصدمات الخارجية. ومع ذلك، أكد العديد من المؤلفين على أن عدم كفاءة الاطار الاشرافي على المؤسسات المالية، كان وراء حالات الفشل في عدد كبير من البلدان الناشئة.

## المبحث الثاني: عرض لتجارب بعض الدول النامية في مجال التحرير المالي: كوريا

### الجنوبية والصين

يبدو أن الصين تعتبر مثالا للسياسة الحكيمة والتدرجية في ما يخص التحرير المالي. تعلمت الحكومة الصينية الدروس من التبنى السريع وغير الحذر لإلغاء القيود المالية من قبل دول الجوار. ومع ذلك، قبل أن نبدأ بدراسة التجربة الصينية، سوف نقوم بتحليل تجربة بلد مجاور آخر، والذي قد تضرر من جراء الأزمة في جنوب شرق آسيا، على الرغم من كونه اعتمد نهجا تطوريا وتدرجيا نحو الانفتاح المالي؛ ألا وهي التجربة الكورية الجنوبية. يهدف المبحث الثاني من هذا الفصل إلى تسليط الضوء على هاتين التجريبتين، في محاولة لاستخلاص الدروس المستفادة.

### 1. التجربة الكورية الجنوبية في التحرير المالي

شهدت كوريا الجنوبية، على امتداد العقود الأربعة الأخيرة، فترات مذهلة من النمو الاقتصادي جعلت منها نموذجا يقتدى به في منطقة جنوب شرق آسيا، وحتى بالنسبة لمجموع البلدان الناشئة. في الواقع، لم تحقق كوريا معدلات نمو سالبة إلا في عامين: خلال العام 1980، في أعقاب الصدمة النفطية الثانية وعند اغتيال الرئيس بارك شونغ لي (Park Chung-Lee)؛ وفي عام 1998، خلال فترة الأزمات المالية في جنوب شرق آسيا. بين فترة إطلاق برنامج الإصلاحات الاقتصادية من قبل الرئيس بارك في عام 1963 وفترة الأزمات المالية في عام 1997، كان معدل

نمو الدخل الحقيقي للفرد أعلى من 6% سنويا. وبالمثل، كان دخل الفرد قبيل عام 1997، أعلى بثمانى مرات من المستوى الذي تم تسجيله في بداية الاصلاحات الاقتصادية. وفقا لجداول (Pen World Table) في سنة 1963، كان مستوى الدخل في كوريا أقل مقارنة بدول مثل بوليفيا والموزمبيق، إلا أنه في عام 1997، تجاوز الدخل في البرتغال واليونان. عزى الكثير من الاقتصاديين الأداء الاقتصادي في كوريا وبشكل أعم في دول جنوب شرق آسيا إلى انفتاح أسواقها المالية. يعتقد هؤلاء الاقتصاديون أن الأسواق المفتوحة أو الكاملة (complete markets)، تعتبر الأفضل للأسواق غير المكتملة. في إطار الأسواق المالية، نجد أن قسما واسعا من الأدبيات النظرية والتجريبية يدعم الفكرة القائلة بأن تطور الأسواق المالية المحلية وتفاعلها مع الأسواق المالية الدولية يعززان النمو والتنمية الاقتصادية. ومع ذلك، خلال فترة نموها السريع، اختارت كوريا الجنوبية عمدا عدم الاستفادة من المكاسب المزعومة للتكامل المالي الدولي، وفضلت الحفاظ على رقابة موسعة على تدفقات رؤوس الأموال الدولية. هذه هي استراتيجية النمو "على الطريقة الكورية". كانت هذه الخطوة جزءا من سياسة تمويل مدارة في سياق استراتيجية تنمية طوعية، موجهة من قبل الحكومة الكورية الجنوبية. بعبارة أخرى، كان التوسع الكبير والسريع في الاقتصاد الكوري الجنوبي لعدة عقود مدعوما من قبل نظام رقابة على رؤوس الأموال، الأمر الذي يبطل وجهة النظر التقليدية والمحافظة (الأرثوذكسية) حول الرابط الوثيق بين الانفتاح المالي والتنمية والنمو الاقتصادي.

بالرغم من مساهمتها في القفزة النوعية التي شهدتها كوريا، نجد أن سياسة الرقابة المالية المتبعة أصبحت تطرح العديد من المشكلات والصعوبات كلما تطور البلد. في الواقع، بفضل توسعها السريع، تمكنت كوريا الجنوبية من الاقتراب من "الحدود التكنولوجية الدولية"، لكنها لم تعد قادرة على الاستفادة بسهولة من فرص "اللاحق بالركب التكنولوجي" (catch-up technologique).

تطلب هذا الوضع مزيدا من التطور في مجال اتخاذ القرار، سواء على مستوى القطاع المالي الخاص أو العام. لم تعد استراتيجية التنمية القديمة ملائمة، وتوجب تبني تدابير واستراتيجيات جديدة للتعامل مع التغيرات والتطورات التي حدثت منذ بداية سنوات الثمانينات. تميز التحول على مستوى السياسات الاقتصادية، من خلال اعتماد خطة اصلاحات وضعت تحرير الحساب الجاري وحساب رأس المال كدعامتين لها، فضلا عن التحول نحو نموذج تنمية يعتبر السوق كمحفز<sup>1</sup>.

أدت طبيعة السياسة المتبعة من قبل الحكومة الكورية الجنوبية منذ سنوات التسعينات، واعتمادها لسياسة تحرير مالي جنبا إلى جنب مع انضمامها إلى منظمة OECD؛ بالإضافة إلى الانشغال باحترام الاتفاقات والمعايير التي وضعتها لجنة بازل، إلى تعريض كوريا لارتفاع في المديونية الخارجية في منتصف سنوات التسعينات. هذا الوضع، جعل من الاقتصاد الكوري عرضة لمجموعة متنوعة من الصدمات السلبية التي نجمت بالأساس عن ضخامة الأزمة الآسيوية في عام 1997. على سبيل المثال، وصلت التكاليف التي تكبدها الاقتصاد الكوري الجنوبي في أعقاب وقوع الأزمات المالية التي ضربت جنوب شرق آسيا، إلى 16% من GDP في عام 2001. تعتبر الحالة الكورية الجنوبية مثيرة للاهتمام على وجه التحديد لأنها تجمع بين خصائص اقتصاد ذو نمو مستقر، يعتمد نظام رقابة على رؤوس الأموال ومع ذلك تعرض للأزمات المالية. بعبارة أخرى، كوريا بلد اعتمد سياسة مالية مدارة (politique de finance administrée)، وخلافا للأيدولوجية الكلاسيكية والليبرالية الجديدة، تمكن من تحقيق نمو اقتصادي وتنمية لا مثيل لهما. كانت الأزمة المالية التي شهدتها في عام 1997، نتاج تسارع في سياسة التحرير المالي المتبعة.

<sup>1</sup> Noland, M. (2005). South Korea's Experience with International Capital Flows, Institute for International Economics Working Paper Series, n°4, p. 2, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 159.

واجهت كوريا الجنوبية مشكلتين عندما شرعت في تحرير حساب رأس المال. أولاً، أدت عملية التحرير إلى إلحاق الضرر بالمؤسسات المالية الحكومية. وثانياً، تسببت في زعزعة استقرار النظام الاقتصادي الكلي. لا بد من القول كذلك، بأن الخطر النظامي في المنطقة كان كبيراً جداً إلى درجة أنه يمكن أن يتسبب لوحده في إحداث أزمة مالية، دون الأخذ بعين الاعتبار لتأثير تحرير حساب رأس المال.

في ما يلي، سنقدم السياق السياسي والاقتصادي الذي سبق تنفيذ الإصلاحات التحريرية لفهم أساسها. ثم، سنقوم بتحليل أوجه القصور في النظام المالي المحلي الكوري لأجل فهم الانتقال من سياسة الرقابة على رؤوس الأموال إلى سياسة التحرير. ثم سوف يتم عرض تجربة التحرير كما تم تطبيقها على أرض الواقع. وأخيراً، سنحاول تحليل أسباب الأزمة المالية والخروج بتوصيات للدول الناشئة المقارنة مع كوريا.

### 1.1 عرض للسياق السياسي والاقتصادي قبل فرض الضوابط على رؤوس الأموال

ورثت كوريا الجنوبية نظام كبح مالي يعود إلى فترة الاستعمار الياباني بين 1910 و 1945. استمر هذا النظام حتى عام 1948، وهو تاريخ استقلال كوريا، إذ يعكس هذا الأمر ثقل الجانب التوجيهي في الإدارة الاستعمارية اليابانية. تمثل الحدث الأبرز في التاريخ الاقتصادي المعاصر لكوريا الجنوبية في الدور الهام الذي شغلته الدولة. تجلّى هذا من خلال توليد الريوع وألوية الجانب السياسي في توزيعها. نشأت هذه المظاهر في البداية مع الرئيس الكوري الذي أتى بعد الاستعمار، وهو ري سيونغ مان (Rhee Syng-man)، الذي استغل الريوع المولدة من التدخل الحكومي، في تعزيز سلطته السياسية. وفقاً لـ (Cho 1994)، كانت السياسة الاقتصادية الجنوب كورية تعتمد على المساعدات الأمريكية في أعقاب الحرب الكورية التي دمرت البلد بين عامي 1950 و 1953. وصل

حجم المعونة الأمريكية التي وجهت لتمويل تراكم رأس المال إلى ذروة 85% من إجمالي الواردات في أواخر سنوات الخمسينات. في عام 1961، تولت حكومة عسكرية بقيادة الجنرال بارك شونغ هيبي (Park Chung-hee) السيطرة على البلد. عندما استولى هذا الأخير (بعد انقلاب عسكري) على السلطة، كان الادخار المحلي الإجمالي في كوريا ضعيفا جدا، كما أن الاستثمارات الممولة أساسا عن طريق المساعدات الخارجية، توقفت عند مستوى يفوق بقليل نسبة 10% من GDP، كما أن حساب الميزان الجاري كان يسجل عجزا واسعا. بعد سنتين من الأداء الاقتصادي الضعيف، قامت الحكومة العسكرية بتوحيد مجموع أسعار الصرف، كما قامت بتخفيض قيمة الون (won) وأطلقت سلسلة من الإصلاحات واسعة النطاق. بعد تجربة قصيرة من التعويم الحر لسعر الصرف، قامت السلطات النقدية الكورية بربط العملة المحلية بالدولار الأمريكي وهذا حتى عام 1980. سمح هذا الأمر للادخار المحلي (مصححا بقيمة المساعدات الخارجية) بالانطلاق وللاستثمار المحلي بالنمو السريع.

سجل النظام الجديد الذي وضعه الجنرال بارك قطيعة مع السياسية الاقتصادية التي كانت ممارسة قبل 1961. إلا أن هذا النظام قد أبقى على تقليد التدخل الحكومي وألوية دور الدولة، الموروث عن فترة الاستعمار الياباني. وبالتالي، فإن الحواجز أمام دخول منافسين جدد إلى الأسواق المحلية بقيت مفروضة لأجل حماية المؤسسات الحكومية. وبالمثل، شجع الجنرال بارك، الشايبولز\* (Chaebols) على تركيز الإنتاج في قطاعات محددة بشكل جيد. وكمثال على ذلك، في الثمانينات، شكلت أولى الشركات العشر من الشايبولز أكثر من 20% من تكوين الدخل الوطني.

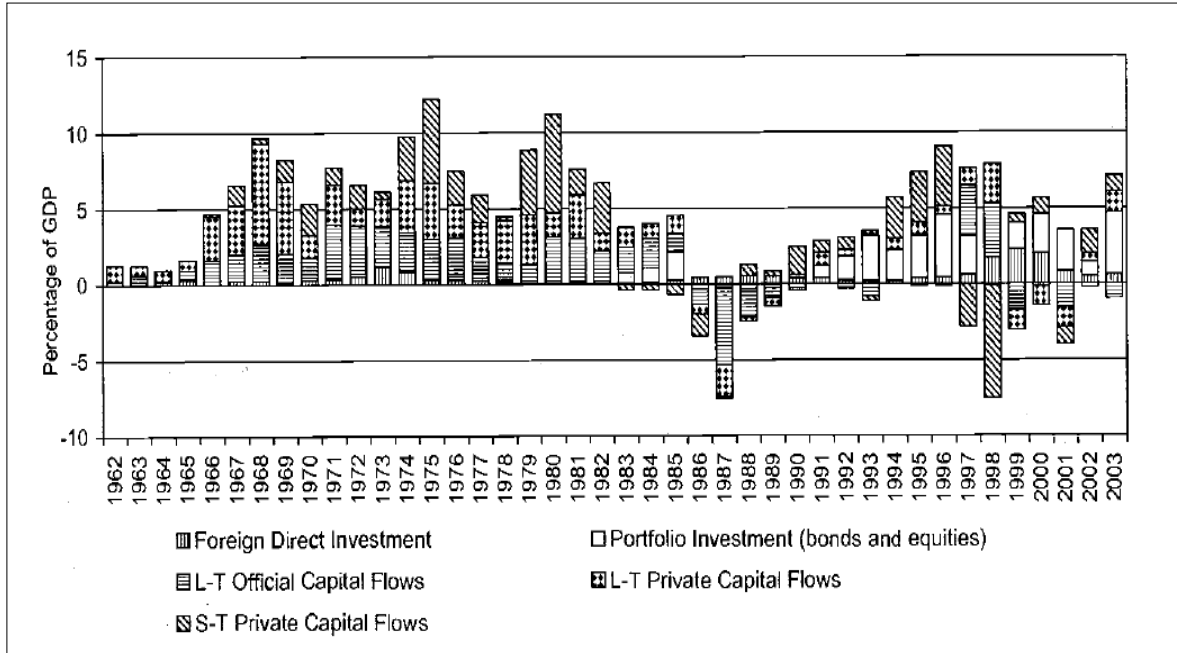
\* الشايبولز: تكتلات صناعية ذات هيمنة عائلية.

وضع الجنرال بارك حدا لاستقلالية البنك المركزي الكوري، الذي أصبح تابعا لوزارة المالية والبيت الأزرق\*.

ساهم تراكم رأس المال بفضل هذه الاصلاحات في إحداث قفزة تكنولوجية سريعة وتحول في هيكل الانتاج. في الواقع، في عام 1963، شكلت الصادرات الكورية من السلع الأولية غير النفطية أكثر من 50% من إجمالي الصادرات. بعد عقد من الزمن، أصبحت تشكيلة الصادرات الكورية الجنوبية تتكون بالأساس من منتجات مصنعة مثل المنسوجات، المنتجات الكهربائية والصلب. تم تمويل تراكم رأس المال بالأساس عن طريق الادخار المحلي، مدعوما بتحسين واضح في مستوى الادخار المتأتي من خارج البلاد، الذي اقترب من نسبة 10% من GDP في عام 1971.

أخذت هذه التدفقات الواردة، كما يوضحه البيان 3.3، شكل قروض طويلة الأجل وقروض تجارية متأتية من مقرضين خواص ومؤسسات عمومية. في مقابل ذلك، كانت تدفقات المحفظة والاستثمارات الأجنبية المباشرة ضعيفة، كما أن مجموع هذه التدفقات الواردة كان خاضعا لتنظيم البنك المركزي الكوري خلال هذه الفترة. عقب هذه التدفقات الرأسمالية، حاول الخبراء والمهتمون بالتجربة الكورية حصر مصادر التنمية الصناعية في كوريا، والتعرف على الأشكال المختلفة لنقل التكنولوجيا من الشركات الأجنبية إلى الشركات المحلية. لقد تم نقل التكنولوجيا من خلال دخول رؤوس الأموال طويلة الأجل، بتوجيه من البنك المركزي الكوري، الذي قام بانتقاء لرؤوس الأموال الوافدة.

\* البيت الأزرق (Blue House): هو مقر رئاسة جمهورية كوريا الجنوبية.



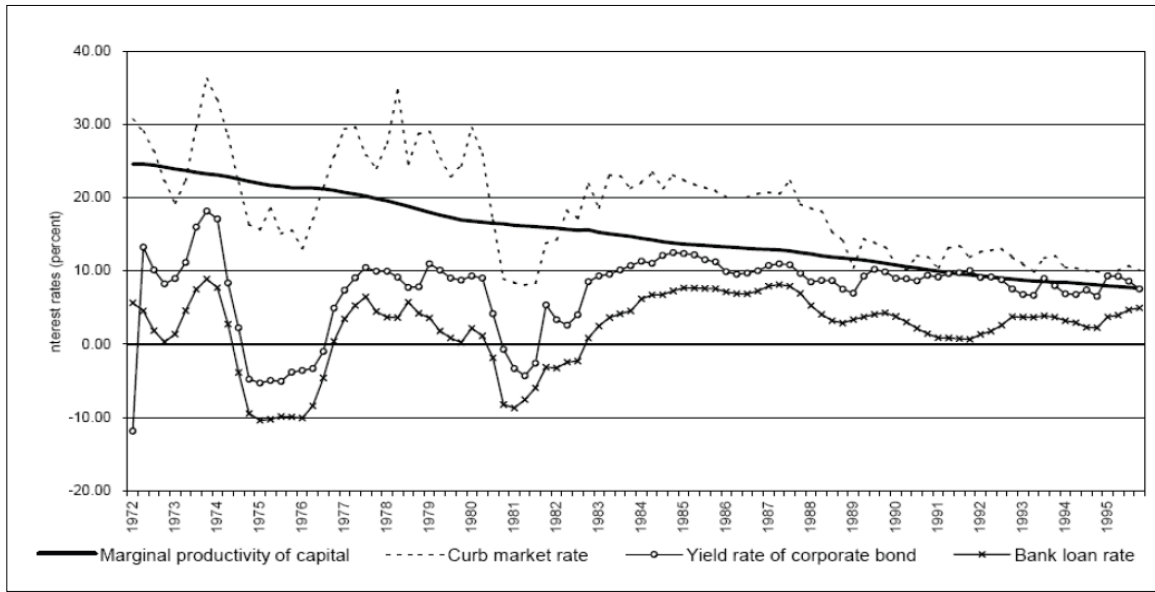
### البيان 3.3. تشكيلة تدفقات رؤوس الأموال الوافدة إلى كوريا الجنوبية، 1962 - 2003

Source : Noland, M. (2005). South Korea's Experience with International Capital Flows, *op. cit.*, p. 486, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 163.

في عام 1972، أعيد انتخاب الجنرال بارك للمرة الثالثة، وقام بتعديل الدستور بحيث أصبح بإمكانه أن يبقى رئيساً مدى الحياة. لأسباب مختلفة، قام بوضع سياسة مشجعة للصناعات الثقيلة والكيميائية. أما عملية التحرير المالي التي بدأت في أواخر سنوات الستينات فقد تم التخلي عنها في عام 1972؛ اتجهت أسعار الفائدة نحو الانخفاض وأخذت الحكومة بزمام السيطرة على القطاع المصرفي حتى تتمكن من توجيه الأموال المتوفرة نحو القطاعات، المؤسسات والمشاريع ذات الأولوية.

تم إنشاء مؤسسات مالية عمومية متخصصة لأجل تمويل المشاريع على نطاق واسع. وبالمثل، تم توجيه تعليمات للمصارف التجارية الخاصة لتفضيل القروض ذات الطابع الاستراتيجي. في نهاية سنوات السبعينات، بلغت حصة هذه القروض التفضيلية 60% من إجمالي

القروض<sup>1</sup>. كانت أسعار الفائدة الحقيقية المطبقة على هذه القروض سلبية في المتوسط، كما هو موضح في البيان 4.3، كما أن دعم أسعار الفائدة كان قد انتقل من 3% من GDP بين عامي 1962 و 1971، إلى ما يقرب من 10% في المتوسط بين عامي 1972 و 1979. لقد احتل تخصيص هذه القروض التفضيلية والمدعومة مكانة هامة في إطار تخطيط وتنظيم السياسة الاقتصادية.



البيان 4.3. أسعار الفائدة في كوريا الجنوبية، 1972 – 1995

Source :Noland, M. (2005). South Korea's Experience with International Capital Flows, *op. cit.*, p. 44, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 164.

في عام 1979 تم اغتيال الجنرال بارك في أعقاب انقلاب سياسي. غرق الجنرال تشون دوهوان (Chun Doohwan) ورفقائه الذين استولوا على السلطة بعد هذا الاغتيال في صراعات "بين العسكر" وبالكاد اهتموا بمصالح البلد<sup>2</sup>. أمام تدهور الأوضاع الاقتصادية في البلاد، والتي تقاومت نتيجة للصدمة النفطية الثانية، لجأ الجنرال تشون وزملائه إلى التكنوقراط الغربيين لأجل

<sup>1</sup> Yoo, J-H. (1994). South Korea's Manufactured Exports and Industrial Targeting Policy, in Shu-Chin Yang (eds) : Manufactured Exports of East Asian Industrializing Economies, New York, in Noland, M. (2005). South Korea's Experience with International Capital Flows, *op. cit.*, p. 5, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 163.

<sup>2</sup> Clifford, M. (1997). *Troubled Tiger*, Butterworth-Heinemann Asia, Singapore.

إنقاذ الوضع. كان الجنرال ورفاقه مستعدين للتخلي عن سياسات تشجيع الصناعات الثقيلة والكيميائية، وتعويضها بخطط لتحقيق الاستقرار. وضع التكنوقراط الذين لجأ إليهم الجنرال تشون سياسة لاستقرار الاقتصادي الكلي ذات الأبعاد النيوليبرالية، والتي بدأت بالتحرير ورفع القيود عن الاقتصاد الكوري الجنوبي. تم الشروع في تحرير القطاع المالي في إطار المخطط الخامس (1982-1986)، والتي امتدت إلى المخطط السادس (1987-1991)، والتي قضت على القروض المدعومة الموجهة نحو القطاعات ذات الأولوية.

## 2.1. أهمية التمويل المحلي في النظام المالي الكوري الجنوبي السابق لعملية التحرير المالي

استندت استراتيجية التنمية القائمة على توجيه رؤوس الأموال نحو القطاعات ذات الأولوية خلال الثمانينات على دعامتين: التمويل المدار (finance administrée) والضوابط على رأس المال. هدف هذا النهج إلى قطع الأسواق المحلية الكورية عن الأسواق الدولية وبالتالي الحفاظ على استقلالية السياسة النقدية والحفاظ على هياكل تمويل الاقتصاد. تجسد هذا الأمر على أرض الواقع من خلال الاهتمام بنمط التمويل غير المباشر والحد من مشاركة البنوك الأجنبية في أسواق المال المحلية، فضلا عن الحد من وصول الشركات المحلية إلى رؤوس الأموال الأجنبية. كان الدافع من وراء حماية سوق المال المحلي هو تأمين الحماية للبنوك المحلية التي كانت تعمل تحت نظام سياسة الاقراض (policy lending) لتعزيز القطاعات الصناعية ذات الأولوية. لقد تم اعتبار أن وجود ودخول المؤسسات المصرفية الأجنبية إلى الأسواق المالية المحلية الكورية مضر بالمؤسسات المالية المحلية. كان النظام المالي الكوري يتألف من مجموعة صغيرة من المصارف، كما أن تطوير السوق النقدي وسوق السندات بقي متأخرا واقتصر على عدد قليل من الأوراق المالية ذات تاريخ الاستحقاق المحدد، هذا مع غياب سوق ثانوي متطور. بالمثل، كان إصدار هذه الأوراق

المالية يعتمد على الضمانات المصرفية، كما أن الحكومة لم تشجع تنمية سوق ثانوية لشهادات الدين العام، عقود المبادلات (swaps)، السندات أو عقود المستقبلات (futures). في ما يتعلق بسوق رأس المال، اعتمدت حكومة كوريا الجنوبية في عام 1990 حصة فصلية (كل ثلاثة أشهر) لطلبات إدراج المؤسسات في البورصة. قبل أزمة عام 1997، كانت هناك أكثر من 360 شركة تنتظر الدخول في الحصة الفصلية لكي تتمكن من طرح أسهمها في بورصة سيول (نسبة إلى 776 شركة التي طرحت أسهمها في السوق). الأمر الذي يفسر لجوء قادة الشركات إلى الرشوة حتى يتمكنوا من طرح أسهم شركاتهم على مستوى السوق. كنتيجة لهذه السياسة المتبعة إلى غاية أواخر سنوات الثمانينات، تشكل تمويل المؤسسات بالأساس من القروض المصرفية، التي تجاوزت التمويل عن طريق الأسهم، السندات وغيرها من الأوراق المالية.

كانت لهذه السياسات تأثيرات انعكاسات متعددة. أولاً، أصبحت الشركات تبحث عن زيادة حجمها عوضاً عن زيادة مردوديتها، وذلك للاستفادة من شروط التمويل التفضيلية لسياسة الاقتراض الحكومي. في الواقع، لقد شجع مبدأ (too big to fail) المؤسسات على مزيد من الاقتراض بحجة أن الحكومة تضمن سداد القروض غير المسددة (ارتفاع الخطر الأخلاقي). لقد أمسى النمو والتسابق نحو زيادة الحجم عبر الاقتراض يمثلان التحدي الأكبر للشركات الكورية الجنوبية. لقد أصبحت القروض تمثل محرك النمو، والمفارقة الأكبر من ذلك، تمثلت في اعتبار أنه كلما كان حجم استنادة المؤسسة معتبراً، كلما اعتبرت ذات كفاءة عالية. لقد تم وصف هذا الوضع من طرف Yoo (1990)<sup>1</sup> بالبقاء للأكبر حجماً (survival of the fittest). في الواقع، كشفت دراسة حول

<sup>1</sup> Yoo, S-m. (1999). Corporate Restructuring in Korea, Joint US-Korea Academic Studies 9.

تمويل الشركات بين عامي 1977 و 1986 أن الشركات الأكبر حجما هي تلك التي تتميز بضعف هيكلها المالي المقاس بحصة الأسهم في هيكل رأس المال<sup>1</sup>.

### 3.1. تجربة تحرير حساب رأس المال والقطاع المالي خلال سنوات التسعينات في كوريا الجنوبية

عندما شرعت كوريا في تنفيذ سياسة نمو تعتمد على تشجيع الصادرات مع مطلع سنوات الستينات، كان قطاع الصناعات التحويلية يتميز بالبساطة الشديدة. أدى شح المدخرات المحلية بالحكومة إلى التدخل على مستوى سوق الائتمان لتوجيه رؤوس الأموال المحلية والأجنبية نحو القطاعات المصدرة. كما بينا قبلا، فقد تعزز تدخل الحكومة خلال سنوات السبعينات، مع اعتماد سياسة تشجيع الصناعات الثقيلة والكيميائية. أطلق على هذه السياسة تسمية "سياسة الدفعة القوية" (Big Push). إذن فقد كان تخصيص الموارد المالية والحقيقية يعتمد على مبادرة وإرادة الحكومة. بعد الشروع في تنفيذ سياسة الدفعة القوية، عانى الاقتصاد الكوري من الركود التضخمي (stagflation) واختلالات في ميزان المدفوعات بين عامي 1979 و 1981. لابد من أن نذكر كذلك تأثير ارتفاع سعر النفط، الاضطرابات الاجتماعية والسياسية، فضلا عن الحصيلة السيئة للأرز التي تم تسجيلها خلال هذه الفترة .

دفع ضعف الأداء الاقتصادي المحقق في أوائل سنوات الثمانينات بالحكومة إلى تغيير سياستها الاقتصادية، وذلك عبر الانتقال من اقتصاد مخطط وحكومة تدخلية إلى اقتصاد سوق. مع بداية عشرية الثمانينات، قررت الحكومة الحد من تدخلها في الاقتصاد وشرعت في تنفيذ برنامج تحرير وانفتاح الاقتصاد. يعيد الجدول 2.3 رسم الاجراءات الأساسية التي اتخذتها الحكومة الكورية في مجال رفع القيود منذ سنوات الثمانينات.

<sup>1</sup> Kim, E. H. (1990). Financing Korean Corporations : Evidence and Theory, in Korean Economic Development, ed Kwon J.K. New York, p. 342.

الجدول 2.3. التسلسل الزمني لبرامج التحرير المالي الشامل في كوريا الجنوبية منذ سنوات الثمانينات

السنة	برنامج التحرير المالي الشامل
1980	ربط العملة الكورية الوون (won) بسلة من العملات بدلا من الدولار الأمريكي
1981	<ul style="list-style-type: none"> <li>• إدراج الأوراق التجارية المالية (corporate paper) في التداول</li> <li>• الشروع في تنفيذ عمليات آجلة بعملات أجنبية</li> </ul>
1981- 1983	<ul style="list-style-type: none"> <li>• خصخصة البنوك التجارية المملوكة للدولة</li> <li>• إلغاء أسعار الفائدة التفضيلية على القروض</li> </ul>
1984	<ul style="list-style-type: none"> <li>• تخفيف التدخل الحكومي في العمليات الداخلية للمصارف</li> <li>• إنشاء شهادات إيداع قابلة للتداول</li> <li>• إنشاء مجال لتعويم (bande de flottement) معدلات القروض المصرفية</li> <li>• إمكانية إدماج سوق رؤوس الأموال عبر صندوق كوريا (Korea Fund)</li> <li>• السماح بإجراء عمليات مقايضة على أسعار الفائدة</li> </ul>
1987	<ul style="list-style-type: none"> <li>• إنشاء حسابات لإدارة السيولة من طرف شركات تمويل قصير الأجل</li> <li>• إنشاء صناديق لإدارة السندات من طرف شركات إدارة للقيم المنقولة</li> <li>• تخفيف الحواجز أمام الدخول للصناعة المصرفية</li> </ul>
1988	<ul style="list-style-type: none"> <li>• فتح أبواب صناعة التأمينات أمام الشركات الأجنبية</li> <li>• الإعلان عن مرحلة رفع القيود عن أسعار الفائدة المدينة والدائنة</li> </ul>
1991	<ul style="list-style-type: none"> <li>• فتح سوق القيم المنقولة أمام الشركات الأجنبية</li> <li>• الإعلان عن خطة لتحرير أسعار الفائدة على أربعة مراحل</li> <li>• تحويل بعض من شركات التمويل قصير الأجل إلى مصارف</li> </ul>
1992	السماح للمستثمرين الأجانب باقتناء أسهم على مستوى البورصة الكورية
1993	<ul style="list-style-type: none"> <li>• الإعلان على المرحلة الثالثة من مشروع تحرير وافتتاح النظام المالي</li> <li>• وضع خطة خماسية لتحرير الاستثمار الأجنبي</li> </ul>
1994	<ul style="list-style-type: none"> <li>• الإعلان عن خطة انفتاح القطاع المالي تزامنا مع إنشاء المنظمة العالمية للتجارة</li> <li>• وضع خطة خماسية لإصلاح نظام الصرف</li> </ul>
1996	<ul style="list-style-type: none"> <li>• وضع خطة خماسية لإصلاح نظام الصرف والذي تمت مراجعته مع إنضمام كوريا إلى منظمة OECD</li> <li>• الإعلان عن خطة لانفتاح القطاع المالي تزامنا مع انضمام كوريا إلى OECD</li> </ul>
1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>• كافة المدفوعات مع جميع الدول يمكن أن تتم بأية عملة قابلة للتحويل ما عدا الوون، كما أن مداخيل الصادرات التي تفوق قيمتها 50000 دولار أمريكي لا بد أن يتم توطينها في غضون ستة أشهر</li> <li>• في شهر نوفمبر، تم توسيع نطاق التعويم إلى (+/- 10%) ، وفي شهر ديسمبر من العام ذاته، شرعت كوريا الجنوبية في تطبيق التعويم الحر للوون</li> </ul>
1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>• السماح من دون حدود للمستثمرين الأجانب باقتناء أوراق مالية من السوق النقدي</li> </ul>

(أذونات الخزينة) والصادرة عن مؤسسات كورية غير مالية • رفع القيود عن استثمار الأجانب في الأوراق المالية الكورية	
• إطلاق البورصة الكورية للتعامل في عقود المستقبلات • السماح للكيانات المحلية بالاستثمار في أسواق المال الدولية • السماح للمؤسسات المالية المحلية بتنفيذ معاملات تتعلق بالمشتقات المالية	1999
إلغاء جميع القيود المفروضة على القروض بعملات أجنبية والممنوحة من قبل بنوك محلية	2001
• السماح لشركات التأمين وشركات إدارة الأصول بالدخول إلى سوق ما بين البنوك • إطلاق خطة تنمية سوق الصرف، الهادفة إلى الإلغاء الكامل للرقابة على الصرف • تخفيف القيود المفروضة على المدفوعات الخارجية للأفراد	2002
• تم الاعتراف بنظام التعويم الحر مع استهداف التضخم على أنه نظام الصرف للجمهورية الكورية • منح صفة بنك للصرف الأجنبي (foreign exchange bank) لواحد وستين مؤسسة مصرحة لها بتنفيذ معاملات بالعملة الصعبة لفائدة الغير • تخفيف اجراءات الترخيص للشركات الراغبة في تنفيذ عمليات بالعملة الصعبة لحسابها الخاص • الإبقاء على إلزامية توطين الحقوق على الخارج؛ الحدود المفروضة على استثمار غير المقيمين في الصناديق المضاربة؛ فضلا عن تلك المفروضة على الاستدانة قصيرة الأجل بالنسبة للكيانات الهشة	2005

Source : Park. Won-am (2000) : « Korea's Management of Capital Flows in the 1990's » dans Griffith-Jones. S, Montes. M.F et Nasution. A (eds) : « Short-Term Capital Flows and Economic Crisis », Oxford University Press, Wider, p. 7 et Noland. M (2005) : *op. cit.*, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 167, (othor's translation).

قبل المضي قدما في استكشاف تجربة التحرير المالي في كوريا، ينبغي تقديم حالة

وخصائص النظام المالي الكوري قبل الشروع في هذه التجربة.

### 1.3.1. عرض للتجربة الكورية الجنوبية في مجال الضوابط المفروضة على رؤوس الأموال

تم تعميم استخدام الضوابط على رؤوس الأموال لأجل عزل السوق المالي المحلي عن الأسواق الدولية. كانت تدفقات رؤوس الأموال تخضع لضوابط بهدف منع المعاملات غير المصرح لها والمتعلقة بالعملات الأجنبية ومداخل الاستثمار. لم يسمح لتدفقات الاستثمارات الأجنبية بالدخول إلا بالنسبة لبعض القطاعات المحددة سلفا. بالرغم من أنه تم إدراج التسهيلات منذ أواخر سنوات السبعينات، إلا أن تدفقات FDI كانت تكاد لا تذكر إلى غاية الشروع في حركة نحو

التحرير بعد أزمة سنة 1997. قبل حدوث الأزمة، كانت كوريا الجنوبية والهند هما الدولتان الوحيدتان في آسيا اللتان أخذت فيهما الاستثمارات الأمريكية شكل مساهمات ضعيفة في رؤوس أموال الشركات المحلية، هذا بخلاف ما كان عليه الحال في البلدان الأخرى.

كان الاستثمار على مستوى البورصة ممنوعا بالنسبة لغير المقيمين حتى عام 1992. لقد كان السوق خاضعا لتسقيفات (plafonnements) كمية صارمة. في فترة أزمة سنة 1997، تم تحديد حصة ملكية غير المقيمين في الشركات المدرجة في البورصة عند حدود 20% من رأس المال، كما أن الحصص الفردية لا تتجاوز نسبة 5%. كان الاستثمار في السندات المحلية محظورا على غير المقيمين إلى غاية 1996؛ بعد ذلك أصبح يخضع لقيود كمية. من الواضح أن الحضور والنشاط الاستثماري للمؤسسات المالية الأجنبية كان مقيدا بشكل كبير.

خلال الفترة التي سبقت أزمة 1997، لم يكن مسموحا للمقيمين بفتح حسابات في بنوك أجنبية، ولا اقتناء قيم منقولة أجنبية؛ كما أن الدخول المتأتية من نشاط التصدير لا بد أن يتم توطينها في غضون ستة أشهر. كان الاستثمار الكوري المباشر في الخارج يتطلب موافقة رسمية كما أنه كان يخضع لتنظيمات تفرض وساطة المصارف الكورية.

كان الون غير قابل للتحويل كما أن الحكومة الجنوب كورية كانت تثبط مسألة إنشاء سوق خارج الحدود (offshore) للون، أو خلق أدوات مالية محررة بالون. مع مطلع عام 1985، أدى تحسن حقيقي سريع في قيمة الين الياباني إلى تشجيع توطين الشركات من اليابان نحو كوريا. تكيف البنك المركزي الكوري مع التدفقات الجديدة في رؤوس الأموال، الأمر الذي يفسر الزيادة في عرض النقود بنسبة 105% بين عامي 1985 و 1989. ارتفع المستوى العام للأسعار بنسبة 3%

كما أن الرسملة السوقية قد ازدادت بنسبة 458%، جاعلة من الساحة المالية لسيول تصنف كتاسع أكبر بورصة للقيم المنقولة من حيث الرسملة.

في شهر فيفري من العام 1980، وفي أعقاب تخفيض لقيمة العملة الكورية الجنوبية بنسبة 20%، انفصل الوون عن الدولار الأمريكي وتم ربطه بسلة من العملات (لم يتم الكشف عن أوزان العملات داخل السلة) مع إمكانية تعديل سياسية. وفقا لـ Frankel (1993) لم يكن الوون مربوطا فعليا بسلة من العملات. في مقابل ذلك، أشار Balassa and Williamson (1990) إلى أن عامل التصحيح السياسي يهيمن على الوضع. وهكذا، فإنه بين عامي 1984 و 1987، انخفضت قيمة الوون أمام العملات الخمس التي تكون السلة، الأمر الذي ولد عملة مقيمة بأقل من قيمتها . ساهم تراجع قيمة الوون، ونقل الأنشطة من اليابان تجاه كوريا الجنوبية فضلا عن تبني الولايات المتحدة لسياسة توسعية، في توليد زيادة في فائض الحساب الجاري الكوري مع الولايات المتحدة<sup>1</sup>. لقد سعت الولايات المتحدة لممارسة ضغط على كوريا الجنوبية في ما يخص نظام صرفها، وهذا من خلال صندوق النقد الدولي. منذ عام 1986، شرعت وزارة الخزانة الأمريكية علنا في ممارسة ضغط على كوريا الجنوبية حتى ترفع من قيمة عملتها. لقد صنفت وزارة الخزانة الأمريكية كوريا على أنها "متلاعبة بسعر الصرف"<sup>2</sup> بعد التقارير الثلاثة الأولى المقدمة للكونغرس، تحت القسم 3004 من القانون التجاري (trade act)، إلا أن الأوضاع عادت لتتحسن بين البلدين في شهر أبريل من العام 1990، بعد قيام كوريا بتعديل جديد لسعر صرفها.

<sup>1</sup> Noland, M. (1993). The Origins of US-Korea Trade Frictions, in Mo, J. and Myers, R. (1993). Shaping a New Economic Relationship : The Republic of Korea and the United States, Hoover Institution Press, Stanford, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 169.

<sup>2</sup> Noland, M. (2005). *Op. cit.*, p. 9, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 170.

### 2.3.1. الإصلاحات المتعلقة بالمؤسسات المالية البنكية وغير البنكية في كوريا الجنوبية

بدأ رفع القيود المالية من خلال عمليات خصخصة واسعة للمصارف التجارية وإلغاء مختلف القيود المفروضة على طريقة عمل المصارف في بداية الثمانينات. كما أوقفت الحكومة ممارساتها الرقابية على الائتمان وأسعار الفائدة. في جوان من العام 1982، تم إلغاء معظم أسعار الفائدة التفضيلية المطبقة على القروض الموجهة للقطاعات ذات الأولوية.

أسهمت الفوائض المحققة على مستوى الحساب الجاري بين عامي 1986 و 1989 في تحفيز السلطات الكورية على مواصلة عملية التحرير، ليس فقط لأن هناك تحسنا في الأوضاع والأداء الاقتصادي المحقق، ولكن أيضا بسبب الضغوط المبذولة من قبل الولايات المتحدة. بإتهامها كوريا بالتلاعب بسعر صرفها، طالبتها الولايات المتحدة بمواصلة عملية التحرير المالي وأن تكون أكثر شفافية بهذا الشأن. استجابة لذلك، أعلنت الحكومة الكورية عن خطة لتحرير أسعار الفائدة المطبقة من قبل المؤسسات المالية البنكية وغير البنكية في شهر ديسمبر من العام 1988. إلا أنه تم التخلي عن هذا البرنامج بسرعة بعد التباطؤ الاقتصادي الذي شهده عام 1989، نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة. بعد ذلك، تمت مواصلة عملية تحرير أسعار الفائدة في أوت من العام 1991، لما تعافى الاقتصاد من مرحلة ركود كانت نتاج إضرابات وحركات اجتماعية عمالية أخرى<sup>1</sup>. تحت تحريض من الولايات المتحدة، شرعت كوريا بتنفيذ المرحلة الثالثة من مشروع تحرير وانفتاح النظام المالي.

تم الاعلان عن هذه المرحلة الثالثة في جوان من العام 1993؛ كانت أكثر شمولاً وكمالاً بالمقارنة مع المرحلتين الأولى والثانية. فقد شملت تحرير أسعار الفائدة، الرقابة على القروض

<sup>1</sup> Park, Won-am. (2000). *op. cit.*, p. 77.

المصرفية الموجهة إلى الشايبولز، التمويل قصير الأجل وتحرير سعر الصرف وحساب رأس المال. هدفت الخطة إلى تحقيق تحرير شامل للقطاع المالي الكوري مع حلول عام 1997، وذلك عبر تحرير كافة أسعار الفائدة الدائنة، اعتماد الأدوات غير المباشرة في تنفيذ السياسة النقدية، التعويم الحر لسعر الصرف، تحرير المعاملات بالعملة الصعبة.

تتمثل خصوصية التجربة الكورية في مجال التحرير المالي، في أنها اتسمت بالحذر وبالأخص بالتدرج. ترافقت عملية التعميق المالي\* (financial deepening) التي شرعت في تنفيذها الحكومة الكورية منذ مطلع سنوات الثمانينات بنمو في المؤسسات المالية غير البنكية بدلا من البنوك المحلية. نجم عن عملية التعميق المالي كذلك، امتصاص للسيولة من السوق غير الرسمي لفائدة المؤسسات المالية غير البنكية. في حين كانت المؤسسات المالية غير البنكية تنشط في بيئة من الحرية النسبية في مجال الرقابة على أسعار الفائدة، والحوافز أمام الدخول وهيكّل الملكية؛ كانت البنوك تخضع لقواعد محددة وذلك بغرض الحفاظ على استقرار النظام المالي.

يقدم الجدول أدناه مقارنة بين انتاجية كبريات المصارف الكورية، مقارنة مع المصارف الدولية الأخرى خلال سنوات التسعينات. وعليه، وبعد قراءة هذا الجدول، نجد أن المصارف الكورية توظف عددا أقل من العاملين نسبيا، الأمر الذي يجعل من نسب رأس المال والأصول إلى العامل (الموظف) لا تكون أقل من نظيراتها الأمريكية والبريطانية. ومع ذلك، فإن نسبة الربح إلى العامل (الموظف) المحققة من قبل المصارف الكورية أقل من تلك المحققة على مستوى المصارف الأمريكية، البريطانية والتايبانية، وهو ما يثبت وجود ضعف نسبي في انتاجية البنوك التجارية الكورية.

\* تعني بالتعميق المالي ذلك السوق الذي يسمح من جهة للمدخرين بالاستثمار في تشكيلة واسعة من أصناف الاستثمارات وأدوات تقاسم المخاطر، كما يسمح من جهة أخرى للمقرضين من الاستفادة من تشكيلة واسعة من التمويلات وأدوات إدارة المخاطر.

الجدول 3.3. متوسط إنتاجية أكبر أربع مصارف كورية مقارنة بإنتاجية بعض المصارف في دول أخرى

الأصول (بملايين الدولارات)	رأس المال (بملايين الدولارات)	الربح (بالآلاف الدولارات)	عدد الموظفين (بالآلاف)	
4.8	0.3	28.4	7.6	كوريا
3.2	0.2	54.4	13.4	الولايات المتحدة
2.9	0.1	37.7	12	بريطانيا
12.3	0.4	39.3	10.2	ألمانيا
6.5	0.3	18	13.1	فرنسا
32.8	1.2	- 9.8	20.7	اليابان
6.3	0.3	56.8	1.7	تايوان
0.6	0	6.1	3.7	البرازيل

Source : Park, Won-am (2000) : *op. cit.*, p. 79, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 171, (othor's translation).

يرجع ضعف إنتاجية المصارف الكورية وفقا لـ Park (2000) إلى طرق تمويلها وتخصيصها للأموال المقرضة. في الواقع، من جانب الخصوم، تعتمد البنوك الكورية بدرجة أقل على الودائع التي يتم تجميعها، ولكنها تعتمد بصورة أكبر على الاقتراض من البنك المركزي. يكشف هذا الأمر عن تبعية البنوك التجارية الكورية إلى البنك المركزي ويشهد على درجة التنظيم والتوجيه للقروض من قبل السلطات النقدية حتى في فترة التحرير. أما من جانب الأصول البنكية، فنجد أن حصة القروض الممنوحة من قبل البنوك الكورية تعتبر أكثر ضعفا نسبيا مقارنة مع تلك الممنوحة من قبل البلدان المتقدمة. وعليه، فإن حصة السيولة والودائع لدى البنك المركزي تعتبر عالية مقارنة بما هو عليه الحال في الدول الأخرى. تعود الحصة الكبيرة نسبيا من السيولة والودائع لدى البنك المركزي إلى التداول الواسع للصفوف البنكية من جهة، وإلى تشكيل احتياطات إلزامية تجاه البنك المركزي.

في البداية، تم التغاضي عن الدور الفاعل للقطاع المالي في تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية في كوريا. ومع ذلك، فإنه كلما إزداد حجم الاقتصاد وأصبحت هيكله أكثر تعقيدا، كلما تجلت أهمية القطاع المالي. إعترافا بمدى أهمية القطاع المالي في عملية النمو، تم وضع خطة للانفتاح المالي في كوريا، على أمل تحسين أداء هذا القطاع. تزامنت هذه الخطة مع المفاوضات

للاضمام إلى WTO ومنظمة OECD. في إطار مفاوضاتها مع OECD، تمت دعوة كوريا إلى فتح سوق سنداها، السماح بدخول القروض من الخارج فضلا عن عمليات الاستحواذ والاندماج على شركاتها من قبل غير مقيمين. لأجل تمهيد الطريق أمام تحول من هذا النوع، أعلنت الحكومة عن خطة لإصلاح نظام الصرف في ديسمبر من العام 1994. لقد لعبت هذه الخطة دور دليل للمندوبين الكوريين خلال المفاوضات، التي تم بعدها إجراء تعديلات طفيفة على الخطة الكورية. أطلق على النسخة الجديدة من الخطة المعدلة تسمية: خطة تحرير حركات رؤوس الأموال وانفتاح الصناعة المالية للفترة 1996-2000؛ وتم الاعلان عنها في سبتمبر 1996. في إطار الخطة المعتمدة، يمكن لغير المقيمين إنشاء مؤسسات مالية محلية وليس فقط إنشاء فروع، كما يمكنهم تملك أكثر من 50% من رأس مال المؤسسات المالية غير البنكية. كما تم السماح لغير المقيمين بإجراء عمليات استحواذ واندماج على المؤسسات المالية غير البنكية. فضلا عن ذلك، كلفت الحكومة لجنة بوضع إطار تنظيمي وبنية تحتية ملائمة للأسواق المالية. وبالمثل، وضعت خطة لإعادة بعث تنافسية الصناعة المالية في ماي 1996.

تم تصميم السياسات المالية لغرض إنشاء آلية رقابة نقدية غير مباشرة وتعزيز التنافسية بين المؤسسات المالية من خلال الانفتاح المالي. أدخلت سياسات أخرى مثل: التدابير الاحترازية، الشفافية في إعداد القوائم المالية، الإفصاح ونشر المعلومة، تغطية الديون المشكوك فيها والمواومة مع المعايير التنظيمية. اعتبرت هذه التدابير لا غنى عنها لأجل تحقيق انتقال جيد نحو تحرير مالي شامل. إتخذت المزيد من الخطوات في هذا الاتجاه، مثل تحسين البنية التحتية المالية، تنظيم ملكية البنوك وإمكانية تنفيذ عمليات استحواذ واندماج بين البنوك التجارية.

لتسليط الضوء على تفرد التجربة الكورية، سنعرض في ما يلي الاصلاحات التي اتبعت في كوريا، والتي مهدت الطريق أمام انفتاح مالي شامل.

لأجل بناء نظام مالي قوي وموثوق، عملت الحكومة الكورية بداية على وضع أسس لبيئة اقتصادية كلية مستقرة. ذلك من خلال ضمان استقلالية البنك المركزي، تبني نظام صرف مرن ذو تعويم حر، ترسيخ ركائز الشفافية في المؤسسات المالية وضمان توازن المالية العامة. لقد اختارت الحكومة الكورية تهيئة أساسيات الاقتصاد (fundamentals) قبل التحول الى نظام تحرير مالي كامل. علاوة على ذلك، عمل قانون تحسين الهيكل المالي (Financial Structure Improvement Act) الصادر في ديسمبر 1997، والذي هدف إلى إجبار المؤسسات المالية غير المنتجة (non-viable) على مغادرة السوق؛ على دفع المؤسسات المالية إلى التركيز على حسن إدارة أنشطتها، لأجل عدم المجازفة باختفائها من القطاع<sup>1</sup>. بالإضافة إلى ذلك، تمت مراجعة آليات الإفصاح العام عن المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المالية؛ بهدف ادخال مزيد من الشفافية عليها، إذ تعتبر هذه الأخيرة ضرورية لتشجيع المستثمرين المحليين والأجانب. بالتوازي مع هذا، ركزت سلطات الاشراف المالي أكثر على القواعد التحوطية للمؤسسات المالية، مثلا من خلال اشتراط أن تمتثل هذه المؤسسات للمعايير الدولية في ما يتعلق برأس المال ومدى موثوقية الأصول المالية.

### 3.3.1. تحرير حساب رأس المال

عرفت كوريا دائما عجزا مزمنا في حسابها الجاري وارتفاعا في الديون الخارجية حتى عام 1985. مع الشح في العملات الأجنبية، كثيرا ما وجد سوق الصرف نفسه أمام حالة من تفوق

<sup>1</sup> Hyun, E. K. (2003). Institutional Development in the Korea Financial Sector Accompanying Globalization, and Its Economic Effects, Institute for Monetary and Economic Research :The Bank of Korea, September, p. 3.

الطلب على العملات مقابل العرض. وقد أدى هذا إلى انخفاض مستمر في قيمة الون. لذا كانت كوريا مستوردا لرؤوس الأموال حتى إطلاق برنامجها للتنمية الاقتصادية.

الميزة الرئيسية لإدارة النقد الأجنبي في كوريا هي أنه لم يكن هناك تسرع نحو فتح وتحرير حساب رأس المال بالرغم من النقص والاحتياج المزمين لرؤوس الأموال الخارجية. لقد اعتمد صناع القرار في كوريا على الاستدانة الخارجية لتعويض النقص في العملات، بدلا من اللجوء للاستثمار الأجنبي المباشر أو استثمارات المحفظة.

يمكننا أن نتساءل في هذا الصدد، لماذا لم تبدأ كوريا بتحرير حساب رأس المال في إطار تنفيذ عملية التنمية لتسهيل مسألة التمويل الخارجي. أولا، بحث صناع القرار في كوريا عن تجنب الآثار السلبية المعروفة تقليديا لتحرير حساب رأس المال، مثل تقلبات رؤوس الأموال المسؤولة عن هشاشة النظام المالي، فضلا عن ارتفاع في قيمة الون الذي تكون له آثار ضارة على التجارة الخارجية. ثانيا، لم تواجه الحكومة الكورية صعوبة في الاقتراض من الخارج، نظرا لثقتها بدورها المتفوق في تخصيص الموارد، لأن الاستثمارات الأجنبية كانت مستبعدة من الأسواق المحلية لرؤوس الأموال، فضلا عن الاستثمار المباشر.

وفقا لـ<sup>1</sup> Park (2000)، أسهم رفع القيود عن المعاملات بالعملات الأجنبية في تفسير الفوائض الكبيرة المسجلة على مستوى الميزان الجاري منذ عام 1986. لقد ساعد هذا الأمر في التخفيف من حدة مشكلة الدين الخارجي. ساعدت الفوائض في الحساب الجاري بين عامي 1986 و 1989 على رفع القيود عن المعاملات بالعملات الأجنبية في نواحي كثيرة، مثل المتطلبات الإدارية أو اللجوء إلى استخدام الون في تنفيذ المعاملات الدولية. قبلت كوريا المادة الثامنة VIII لصندوق

<sup>1</sup> Park, Won-am. (2000). *op. cit.*, p. 80, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 174.

النقد الدولي في شهر نوفمبر من العام 1988. أما الانجاز الرئيس الذي تم تحقيقه في أعقاب ذلك، فتمثل في وضع نظام متوسط سعر صرف السوق (Market Average Exchange Rate System)، الذي أمكن لسعر الصرف من أن يتحرك فيه داخل مجال محدد.

تسارعت وتيرة تحرير القطاع المالي وحساب رأس المال خلال سنوات التسعينات. تميزت بالإعلان، من جهة، عن مشروع من ثلاثة مراحل لتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر في عام 1993، ومن جهة أخرى، عن خطة خماسية لإصلاح نظام الصرف الخارجي في ديسمبر من العام 1994. تمثلت ذروة إصلاحات سنوات التسعينات بلا شك في بانضمام كوريا إلى OECD في عام 1996. أرادت المنظمة من كوريا أن تحرر دخول القروض من الخارج، أن تسمح لغير المقيمين بالاستثمار في السندات المحلية، وأن تسمح بعمليات استحواذ واندماج تشمل مؤسسات محلية. ومع ذلك، رأى صناع القرار الكوريون أنه من الصائب تأخير تنفيذ هذه التدابير إلى أن يستقر الفارق بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية عند مستوى أقل من 2% سنويا.

أما من جانب خروج رؤوس الأموال، فقد تم إحراز تقدم معتبر من حيث إفتتاح الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة. اعتبرت هذه الأخيرة من قبل متخذي القرار على أنها المسؤولة عن التقلبات المخلة بالتوازن في رؤوس الأموال، لذلك لم يسمح التعامل فيها سوى للمؤسسات ومنع ذلك على الأفراد.

#### 4.1. تجربة إصلاح البيئة الاقتصادية الكلية وتعزيز قواعد الحيلة والحذر

يمكننا تحليل التجربة الكورية في إنشاء نظام مالي سليم وصلب بالانطلاق من عمل

<sup>1</sup>Hyun (2003) الذي تكلم بالتفصيل عن أنشطة تهيئة بيئة اقتصادية كلية مستقرة، تحسين شفافية

المؤسسات المالية فضلا عن انشاء نظام لقواعد الحيلة والحذر.

##### 1.4.1. إنشاء بيئة اقتصادية كلية مستقرة

إذا رغب بلد في الانتفاع الكامل من عملية انفتاح مالي تام، لا بد أن تكون هياكله

الاقتصادية الأساسية مكيّفة ومرنة بما فيه الكفاية لغرض الاستجابة إلى الصدمات الخارجية

الناجمة عن خروج عنيف لرؤوس الأموال. وبالتالي فإنه من المهم بالنسبة لأي بلد من أن يكون له

نظام مالي سليم، إذا كان راغبا في المضي في عملية التحرير المالي الخارجي دون مخاطر. ومع

ذلك، حتى يتم الانتفاع من نظام مالي سليم، لا بد من توفر بيئة اقتصادية كلية مستقرة، مع بنك

مركزي مستقر وأدوات قانونية لتعزيز المالية العامة.

##### أ. استقلالية البنك المركزي

هذا ما يبدو أن الحكومة الكورية قد شرعت في تنفيذه، حيث قامت بتعديل نص المادة

المؤسسة للبنك المركزي الكوري في ديسمبر 1997، وذلك بتحويله إلى منظمة مستقلة، قادرة على

إدارة السياسة النقدية بصورة مستقلة. كذلك، شهدت اللجنة المسؤولة عن السياسة النقدية تغييرات في

هذا التاريخ، هذا لضمان أن يكون اتخاذ القرار محايدا وغير خاضع للضغوط السياسية. وبالتالي،

فقد أصبح محافظ البنك المركزي رئيسا لهذه اللجنة، التي شهدت تراجعاً في عدد أعضائها من تسعة

إلى سبعة أعضاء. بالإضافة إلى ذلك، أصبح كل أعضاء هذه اللجنة دائمين.

<sup>1</sup>Hyun E. K. (2003). *op. cit.*, p. 4.

## ب. السياسة المالية

ورثت الحكومة الكورية عجزا متزايدا في الميزانية العمومية، وذلك بسبب مدفوعات الفوائد على الأموال العامة المقترضة لأجل تمويل عمليات إعادة الهيكلة المالية بعد الأزمة. تعود هذه الزيادة في العجز كذلك إلى ميزانية الرعاية الاجتماعية (social welfare budget). لتحقيق توازن مالي قبل العام 2003، قدمت الحكومة الكورية اقتراح القانون الخاص للسلامة المالية (Special Act for Fiscal Soundness) في شهر جانفي من العام 2001. انتظر هذا القانون مصادقة البرلمان على خطة متوسطة الأجل تستمر على ثلاثة سنوات. تمثلت الميزة الأساسية لهذه الخطة في تشديد الشروط في ما يتعلق بالتمويلات الموازنة وتقييد استخدام الإيرادات الاضافية. ومع ذلك، لم يتم اعتماد هذا القانون أبدا. بدلا من ذلك، قررت الحكومة مع مطلع العام 2001، إدراج ميزانية الحكومة المركزية وميزانيات الحكومات المحلية في ميزانية مجمعة. تم هذا التغيير في 2003، حتى يتم الارتقاء إلى مستوى المعايير الدولية في مجال الشفافية المالية.

## ج. نظام الصرف

في شهر ديسمبر من عام 1997، ألغت الحكومة الكورية كلية تدخلها للحد من التقلبات اليومية لسعر الصرف. واعتمد بدلا من ذلك نظام صرف مرن، مما يتيح للوون التقلب تبعا لقوى العرض والطلب على مستوى سوق الصرف. لقد سمح النظام الجديد لسعر الصرف بأن يعكس بشكل أفضل أساسيات الاقتصاد، بالمقارنة مع الوضع قبل وقوع الأزمة. لنتذكر أنه خلال هذه الفترة، كانت السلطات النقدية هي التي تدخلت على مستوى سوق الصرف وقامت بالحد من تقلبات سعر صرف الوون في مقابل العملات الأخرى. تجدر الإشارة إلى أنه لم يتم التخلي عن هذه الممارسات تماما، حتى بعد اعتماد نظام الصرف المرن. في الواقع، لا زالت السلطات النقدية

الكورية تواصل تدخلها، وفقا للمعطيات على أرض الواقع، وهذا لتنظيم عرض وطلب العملات على مستوى السوق في الوقت المناسب.

#### 2.4.1. تحسين شفافية المؤسسات المالية

يتطلب تحسين انضباط السوق وكفاءة النظام المالي نشر المعلومات والشفافية في البيانات المتعلقة بالمؤسسات الناشطة فيه. إلا أنه قبل بداية الأزمة، لم تكن كوريا تمتلك نظاما لنشر المعلومات بما يتفق والمعايير الدولية. وبالتالي، فلقد باشرت الحكومة الكورية في أعقاب الأزمة اعتماد تدابير محددة لتحسين شفافية وتعزيز حوكمة الشركات داخل المؤسسات المالية. لهذا الغرض، تم في شهر أكتوبر من العام 1998، انشاء معايير الافصاح المتعلقة بالصناعة المالية (Financial Industry Disclosure Standard) لتحسين إدارة نشر المعلومات بعدة طرق. أولاً، هي أنه تم توسيع مدى متطلبات الافصاح عن المعلومات ليشمل كافة أصناف المؤسسات المالية، بما في ذلك البنوك الأجنبية، صناديق الاستثمار، هيئات التوظيف المشترك للقيم المنقولة Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) وغيرها من المؤسسات. ثانياً، تم تقسيم إدارة الافصاح عن المعلومات إلى صنفين: النشر الدوري والنشر بحسب الضرورة، مع ضرورة توفر نظام إفصاح دوري يتوافق مع المعايير المحاسبية الدولية. ثالثاً، أصبحت الشركات المالية مطالبة بنشر المعلومات المتعلقة بها مرتين في السنة، بدلا من مرة واحدة في السنة كما كان معمولا به في السابق. أما بالنسبة للمصارف، فهي مطالبة بالنشر أربعة مرات في السنة. رابعاً، تم تشديد العقوبات المفروضة على حالات النقص أو التزوير في المعلومات المفصح عنها. وعليه، فإن المؤسسة المالية التي تنشر معلومات كاذبة أو امتنعت عن النشر، تكون

عرضة لعقوبات قانونية. خامسا، إلزامية إجراء عمليات تدقيق خارجي للمؤسسات المالية، لأجل تحسين الثقة في إدارة الإفصاح عن المعلومات\*.

إذا كان الغرض من نشر المعلومات من قبل المؤسسات المالية هو توفير معلومات مفيدة وموثوقة للمتعاملين الاقتصاديين، فإن القوائم المالية يجب أن توحى بالثقة كما ينبغي تحسين النظام المحاسبي ليتوافق مع المعايير الدولية. في هذا السياق، تبنت كوريا نظام محاسبة القيمة حسب السوق\*\* (Mark-to-market) في نوفمبر من العام 1998 كما غيرت أسس تقييم أسهم المؤسسات المالية من الاعتماد على تقييماتها الخاصة إلى قيمها السوقية الحقيقية. وبالمثل، تم تحويل متطلبات تكوين مخصصات لتغطية الخسائر المحتملة على القروض الممنوحة أو المخصصات لمواجهة انخفاض محتمل في قيمة الأصول المالية؛ من مخصصات جزئية إلى مخصصات إجمالية بنسبة 100%، لتتناسب مع المعايير الدولية.

كذلك، تم تعزيز حوكمة الشركات في المؤسسات المالية، لغرض تحسين شفافية آليات إدارتها. في جانفي 1997، تم اعتماد نظام المدير الخارجي (Outside Director System)، والذي يشترط أن تعين المصارف على الأقل مديرا خارجيا\*\*\* واحدا وأن تضمن بأن لا يقل عدد المديرين الخارجيين عن ربع عدد أعضاء مجلس الإدارة. ومع ذلك، فإن نظام المدير الخارجي بدى وحده غير كاف لإنشاء إدارة شفافة وفعالة. وعليه، ابتداء من شهر جانفي من العام 2000، أصبح إلزاميا على المصارف تعيين لجان تدقيق، يتألف ثلثا أعضائها من مدراء خارجيين. كما تمت مطالبة

\* تعتبر أهمية تكليف مدقق خارجي مسألة نسبية، ودليل ذلك عديد الفضائح المالية التي شهدتها الكثير من المؤسسات حتى في الاقتصاديات الأكثر تقدما، على غرار فضيحة شركة (ENRON) الأمريكية التي تم الكشف عنها في العام 2001.

\*\* يطلق عليها كذلك تسمية: محاسبة القيمة العادلة (fair value)، وتشير إلى حساب القيمة العادلة للأصول أو الخصوم، استنادا إلى سعر السوق الحالي أو الأصول والخصوم المماثلة.

\*\*\* نعتني بالمدير الخارجي كل عضو من مجلس إدارة الشركة، والذي لا يكون موظفا أو أحد الأطراف ذات العلاقة (stakeholder) بالشركة. والمراد بتعيين مدير خارجي هو تجنب القرارات المتحيزة.

المصارف بوضع معايير داخلية وقواعد محددة لحماية المستثمرين. شمل الامتثال الصارم للقوانين والتنظيمات المعمول بها المصارف، بالإضافة إلى مجموع العاملين لديها في إنجاز المهام الموكلة إليهم. في الوقت ذاته، يتوجب خلق منصب عون تنسيقي في داخل كل مصرف، وتتمثل مهمته في رفع تقارير إلى لجنة التدقيق حول خروقات التنظيمات أو حالات عدم الامتثال للمعايير الداخلية.

### 3.4.1. إنشاء نظام لقواعد الحيطة

مع تنامي العولمة المالية، أصبح السوق المالي الكوري عرضة لصدمات ذات طبيعة خارجية، مثل الدخول والخروج العنيف لرؤوس الأموال الأجنبية. للتعامل مع هذا الخطر، بدأت الحكومة الكورية بالاهتمام شيئاً فشيئاً بقواعد الحيطة، لأجل حسن إدارة المخاطر التي تواجهها المؤسسات المالية الكورية. وبالتالي، تم احترام نسب متطلبات رأس المال التي جاءت بهام مقررات بازل؛ تمت مراجعة تصنيف الأصول وفق المعايير الدولية؛ كما تم ادراج تدابير تصحيحية (Prompt Corrective Action) في نظام الاشراف والرقابة على المؤسسات المالية في عام 1997.

#### أ. تعزيز قواعد الحيطة

بهدف إنشاء تنظيم كفاء وحتى تحظى بنظرة شاملة على النظام المالي، قامت السلطات النقدية الكورية بتعزيز هيئات الاشراف والرقابة. وعليه، منذ عام 1998، أصبحت المؤسسات المالية التي تسجل نسبة كفاية رأس مال تقل عن مستوى 8% تطالب بتصحيح وضعيتها وتحسين هياكلها المالية. منذ العام 1999، تم تغيير طريقة حساب هذه النسبة، حتى تتطابق بشكل أكبر والمعايير الدولية: على سبيل المثال، ضرورة تقييم القيم المنقولة للمؤسسات المالية على أساس قيمها السوقية، وضرورة انشاء مخصصات للخسائر على القروض التي تصل قيمتها إلى ثلثي رأس المال المستثمر.

في ديسمبر 1999، تم إدراج معايير جديدة لتقييم مخاطر الائتمان التي من المحتمل أن تتعرض لها المؤسسات المالية عند إدارة أصولها. قد ساعد اعتماد هذه المعايير الجديدة في الحد من الديون المشكوك فيها وفي تحسين متانة وموثوقية المؤسسات المالية الكورية. وهكذا، بالإضافة إلى تفاصيل القواعد التنظيمية السابقة للمعاملات المالية الخاصة بالمقترض المحتمل، تم الأخذ بعين الاعتبار للقدرات الفعلية على سداد القرض المطلوب. وعليه، فإن المصارف تقوم بتقييم عملاتها على أساس ثلاثة معايير:

- مقدرة طالب القرض على السداد؛
- درجة ملاءة طالب القرض؛
- الالتزام بجدول سداد القرض.

بالإضافة إلى ذلك، تصنف المؤسسات المالية موثوقية الأصول محل النقاش (القروض الممنوحة) وفق خمسة درجات (هنا يتم الترتيب تصاعدياً على أساس درجة الخطورة): الأصول العادية (normal)، أصول تتطلب الوقاية (precautionary)، الأصول الدنيا (substandard)، الأصول المشكوك في تحصيلها (doubtful) والأصول غير المحصلة (estimated loss). تم تحديث متطلبات تشكيل المخصصات لتتوافق مع التصنيف الجديد للأصول بحسب درجة الموثوقية. وعليه، يجب أن تخصص المؤسسات المالية ما نسبته: 0.5% من الأصول العادية، 2% من الأصول التي تتطلب وقاية، 20% من الأصول الدنيا، 50% من الأصول المشكوك في تحصيلها و 100% من الأصول غير المحصلة كمخصصات لمواجهة خسارة في الأصول<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Hyun E. K. (2003). *op. cit.*, p. 12.

## ب. اعتماد نظام الإجراءات التصحيحية

في أبريل من العام 1998، قامت الحكومة الكورية بسن القانون المتعلق بإعادة هيكلة الصناعة المالية (Financial Industry Restructuring Act). كما اعتمدت أيضا نظام إجراءات تصحيحية (Prompt Corrective Action) يرمي إلى تكوين صورة عامة عن المؤسسات المالية وبالتالي منع تعرضها لقصور في الملاءة. يهدف نظام الإجراءات التصحيحية إلى تعزيز متانة وصلابة النظام المالي بتسهيل إخراج المؤسسات المالية المعسرة من السوق، واستعادة النظام داخل المؤسسات التي تظهر عليها علامات العسر.

قبل اعتماد نظام الإجراءات التصحيحية، اتبعت السلطات الرقابية الكورية نظام توجيه تحسين الإدارة (Management Improvement Guidance System) كوسيلة للاحتفاظ بنظرة شاملة على المؤسسات المالية. إلا أن هذا النظام لم يكن فعالا لأنه لم يمتلك صلاحيات اتخاذ تدابير تصحيحية مثل، إلغاء تراخيص الاستغلال، أو الأمر بتغييرات في عمليات إدارة المؤسسات. مع نظام الإجراءات التصحيحية، تحرر التنظيم المصرفي الكوري من هيمنة السلطات، ليتمكن من تنفيذ رقابة تعتمد على معايير محددة بوضوح والمنصوص عليها من قبل لجنة بازل.

### 5.1. أسباب وتجليات الأزمة الكورية الجنوبية لسنة 1997

فاجأت الأزمة في كوريا المراقبين الاقتصاديين، حتى الأكثر حذرا من بينهم. في الواقع، لا تعطينا النتائج الاقتصادية المتعلقة بالنمو وتطور الانتاج والصادرات الصناعية انطباعا بأن هذا البلد يمكن أن يشهد أزمة بهذا الحجم. لذلك يحق لنا أن نتساءل عما إذا كانت الأزمة التي وقعت في منطقة جنوب شرق آسيا بأسرها في عام 1997 قد كشفت عن أوجه قصور ذات طبيعة هيكلية،

أي أوجه ضعف كامنة قد كشفت عنها الأزمة، أم أن الأمر يتعلق بأزمة نظام مالي دولي تسبب في تضخيم مشكلات كانت قائمة بالأصل.

### 1.5.1. تجليات الأزمة

قبل سنة 1997، شهدت دول منطقة جنوب شرق آسيا معدل نمو يقارب 8% . لتوضيح هذه الطفرة الاقتصادية التي مرت بها المنطقة، يمكن أن نستشهد بكوريا كمثال عن ذلك، أين إزادت حصة الفرد من إجمالي الدخل الوطني عشرة أضعاف خلال ثلاثين عاما. يتجلى هذا النجاح كذلك في ارتفاع متوسط العمر المأمول (life expectancy) من 57 سنة في 1970 ليصل إلى 68 سنة في 1995، أيضا نلمس النجاح في ارتفاع معدل محو الأمية من 73% إلى 91% خلال ذات الفترة. علاوة على ذلك، كان النجاح الاقتصادي شبه تام، لأن منافع هذا التحسن قد تم توزيعها بنوع من العدالة بين أفراد المجتمع. في إندونيسيا، انخفضت نسبة السكان الذين يعيشون تحت عتبة الفقر (poverty threshold) من 60% خلال سنوات الستينات إلى 15% في عام 1996. عزى الاقتصاديون في تلك الفترة هذا النجاح لخطط التنمية الموجهة من قبل السلطات السياسية والتي تمحورت حول تشجيع التصدير والإنتاج الصناعي.

اعتمد النمو في آسيا بشكل عام خلال سنوات التسعينات على التمويل الخارجي، ذلك بعد الشروع في تنفيذ الإصلاحات في أوائل الثمانينات، خلفا لفترة كان الادخار المحلي فيها يمثل المورد التمويلي الرئيس. في الواقع، كما تم ذكره آنفا، استندت استراتيجية التصنيع في كوريا على تحفيز تكتلات الشايبولز، التي حولت مدخرات الأسر إلى استثمارات في صناعات تصديرية جديدة. كنتيجة لهذه الاستراتيجية، كانت تكتلات الشركات تهيمن على الاقتصاد الكوري في عام 1997، هذه

التكتلات التي كانت لديها مستويات مرتفعة من الاستدانة وبخاصة تجاه القطاع المصرفي<sup>1</sup>. على سبيل المثال، وصل متوسط حجم القروض الممنوحة من قبل البنوك إلى القطاع الخاص خلال عام 1996 في كل من تايلاند، كوريا وماليزيا إلى ما نسبته 140% من إجمالي الناتج المحلي<sup>2</sup>. فضلا عن ذلك، منذ بداية سنوات التسعينات، عبرت الكثير من تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل الأنظمة المصرفية المحلية. شكلت هذه الأموال نسبة 10% من إجمالي الناتج المحلي في تايلاند على سبيل المثال.

تعود البوادر الأولى للأزمة إلى شهر جانفي من عام 1997، مع افلاس الشايبول الكوري (Hanbo Steel). بعد ذلك، كان هناك تراجع في أسعار العقارات في تايلاند منذ نهاية سنة 1996، مما تسبب في حالة من التوقف عن الدفع في فيفري 1997. الأمر الذي أجبر الحكومة التايلاندية على تعويم عملتها الباهت (baht) في جويلية من العام 1997، مما أثار شعورا من الشك العام شمل كل المنطقة. منذ منتصف عام 1997، شهدت المنطقة هروبا لرؤوس الأموال الأجنبية، مما تسبب في إحداث انهيار في العملات المحلية بنسبة 20% في شهر سبتمبر<sup>3</sup>. وفقا لـ Radelet and Sachs<sup>4</sup> (1998) أخذت سيرورة الأزمة عدة مراحل. في البداية، توقع الدائنون الأجانب الذين كانوا مصدر التدفق البدائي لرؤوس الأموال في أوائل سنوات 1990، انتشار الصعوبات التي شهدتها تايلاند لتشمل كل المنطقة. أعقب ذلك انخفاض في أسعار الصرف، الأمر الذي جعل من الدائنين الأجانب يحجمون عن منح قروض جديدة لهذه الدول. واجه المدينون المحليون صعوبة في الحصول على عملات لسداد ديونهم. فضلا عن ذلك، تكبد هؤلاء المدينون خسائر كبيرة جراء عدم

<sup>1</sup> Baliño, T. J. T. and Ubide, A. (1999). The Korean Financial Crisis of 1997-A Strategy of Financial Sector Reform, IMF Working Paper, n°28, p. 20.

<sup>2</sup> Geoffron, P. et Plihon, D. (1998). La corrosion financière des modèles industriels asiatiques, Revue d'économie industrielle, n°86, p. 109.

<sup>3</sup> لأجل إطلاع أكثر عمقا على الأزمة في دول جنوب شرق آسيا، أنظر كتاب: Krugman, P. (2009). The Return of Depression: Economics and the Crisis of 2008, *op. cit.*, pp. 77-100.

<sup>4</sup> Radelet, S. and Sachs, J. (1998). The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies, Prospects, Harvard Institute for International Development, in Geoffron, P. et Plihon, D. (1998). *op. cit.*, p. 110.

تحوطهم ضد مخاطر الصرف، الأمر الذي زاد من إضعاف مراكزهم. أسهمت وكالات التصنيف الائتماني كذلك بشكل غير مباشر في انسحاب الدائنين، وذلك نتيجة تخفيضها للتصنيف الائتماني لمنطقة جنوب شرق آسيا مجتمعة. لم تتمكن الاستراتيجية التي انتهجتها الحكومات من استعادة ثقة الدائنين، الذين أدركوا أن التراجع الاقتصادي الذي شهدته المنطقة كان أقوى من المتوقع في نهاية المطاف. أدى ذلك إلى تسريع هروب رؤوس الأموال الخاصة.

أشار (Geoffron and Plihon (1998 إلى أن الفرق بين الأزمة الآسيوية في عام 1997 وأزمة الديون خلال سنوات الثمانينات أو أزمة البيزو خلال الفترة 1994-1995، يكمن في حقيقة أن السياسة المالية والدين العام لم يكونا المتسببين في إضعاف الاقتصاديات الآسيوية. بدلا من ذلك، ألقى المؤلفان باللائمة على الطفرة في الاستثمارات الخاصة والتدفق في رؤوس الأموال الخارجية بعد الإصلاح الذي تم مع بداية التسعينات. كانت الحكومة هي المسؤول الأول عن إحداث أزمة البيزو بحيث كانت تتمتع بملاءة لكنها تواجه نقصا ظرفيا في السيولة، وليس القطاع الخاص كما في الحالة الآسيوية. يعتبر هذا الفرق جوهريا، لأنه يعلمنا بوجود أحداث خاصة بالحالة الآسيوية، مثل تشكل فقاعات مضاربية على مستوى الأسواق المالية وسوق العقارات.

### 2.5.1. أسباب حدوث الأزمة

في الواقع، هناك تفسيران متميزان لحدوث الأزمة في جميع أنحاء منطقة جنوب شرق آسيا خلال عام 1997. مقارنة أولى تفضل تفسيراً يميل إلى سيناريو الذعر المالي الخالص (Radelet and Sachs, 1998). تدعو مقارنة ثانية إلى أن الأزمة تعود إلى أساسيات الاقتصاد، دافع عن هذه الفكرة (Krugman, 1998). ومع ذلك، يشير (Geoffron and Plihon (1998 إلى أن كلا التفسيرين غير متعارضين بالضرورة، لأن مزيجا من الآليتين كان السبب في إحداث الأزمة. بحسب

(Krugman, 1998)، تمثل الأمر في أزمة أساسيات؛ أي أنها تعود أساسا إلى عوامل حقيقية (من القطاع الحقيقي). لا يمكن تفسير هذه الأزمة أو تحليلها باستخدام نماذج من الجيل الأول أو الثاني. وعليه، بخلاف نماذج الجيل الأول، لم تكن الأزمة الآسيوية كما يرى، نتاج عجوزات في الميزانية؛ كما لم ترتبط بفقدان في مصداقية السياسات الاقتصادية كما تعلمنا نماذج الجيل الثاني. إذن فأصل الأزمة وفقا لهذا المؤلف يرتبط بالتطورات التي حصلت على مستوى الهياكل المالية. يرى أنصار مقارنة الأساسيات، بعد (Krugman)، أن الأزمة كانت نتاج تزايد في العجوزات التجارية التي تم تمويلها من خلال تراكم في الديون قصيرة الأجل المحررة بعملات أجنبية ومن دون تغطية ضد مخاطر الصرف (وبالتالي الدخول في حلقة مفرغة من التخفيضات التنافسية)، كما ترجع الأزمة أيضا للاستثمار المفرط في مشروعات عالية الخطورة وذات إنتاجية ضعيفة، كذلك تعود للانفراط في الاقتراض وفي الالتزام داخل القطاع المالي بسبب الخطر الأخلاقي من جهة، والضمانات الضمنية والصرحة للحكومات من جهة أخرى.

يفضل (Radelet and Sachs (1998)، فرضية الذعر المالي. إذ يعتبران أن حدوث الأزمة يرجع أساسا إلى تدفق في رؤوس الأموال الأجنبية التي تتميز بالتقلب وشدة الحساسية لسلوكيات الذعر. لا يمكن للاختلالات الاقتصادية على المستويين الكلي والجزئي أن تفسر لوحدها عمق واتساع الأزمة داخل هذه البلدان. بالإمكان تفسير حالة الذعر بالرجوع إلى نوعية الدائنين، أخطاء في تقدير السياسات من قبل السلطات المحلية وبالتالي عدم توافق خطط الانقاذ مع المؤسسات المالية الدولية. لا يتهم (Radelet and Sachs (1998) بالتحديد الإطار المؤسسي للعمليات المالية، ولا الضمانات الضمنية والصرحة المقدمة لمانحي رؤوس الأموال. تمثل الاعتقاد الراسخ للمؤلفين في أن أسواق رؤوس الأموال الدولية تخضع لخطر الأزمات المتحققة ذاتيا (crises autoentretenues) أين يتصرف الدائنون الفرديون عادة بعقلانية بحيث يمكن أن يخلقوا هروبا في رؤوس الأموال لا

تبرره أساسيات الاقتصاد<sup>1</sup>. إذن يرى (Geoffron and Plihon (1998)، أن أسباب الأزمة في آسيا تعود إلى عوامل ضعف بنية الهياكل المالية الوطنية ونوعية حوكمة الشركات.

#### أ. عدم ملائمة الإصلاحات المالية

كانت عملية التحرير المالي في بلدان جنوب شرق آسيا نتاج ضغط ممارس من قبل الدول المتقدمة، وبخاصة في إطار اتفاقية الجات GATT . تم الشروع في هذا النهج التحرري المالي بالتوازي مع تحرير تجاري، ترافقا مع نمو قوي وارتفاع في الأرباح وأسعار الأصول الحقيقية. لم تتم هذه التحولات فقط تحت ضغط من الدول المتقدمة، لأن الحاجة إلى تنويع المخاطر وجذب FDI قد دفعت بهذه الأخيرة إلى تدويل أسواقها المالية المحلية. يعتبر (Geoffron and Plihon (1998) أن هذا التحرير قد أدى إلى زيادة حدة المنافسة بين المؤسسات المالية المحلية، من خلال دفعها نحو الإفراط في تحمل المخاطر في عمليات اختيارها للمشاريع التي تمويلها. فضلا عن ذلك، وصفت تجربة التحرير المالي الآسيوية بالتراخي من طرف السلطات الرقابية، تجاه المؤسسات المالية غير البنكية الجديدة، مما أسهم في زيادة المنافسة دون تعديل للإطار التشريعي والتنظيمي بالشكل الملائم. تسبب سلوك سياسات رفع القيود في إضعاف النظم المالية الآسيوية<sup>2</sup>. تسببت عملية التحرير المالي التي سمحت بتدفق رؤوس الأموال دون اتخاذ إجراءات وقائية، في إحداث نمو في الاستثمارات التي حفزت تشكيل فقاعات مالية وعقارية. لقد ساهمت في تضخيم قيمة الضمانات المودعة لدى البنوك في مقابل القروض الممنوحة، الأمر الذي ولد حالة من الهشاشة المالية وزيادة في تعرض البنوك للمخاطر.

<sup>1</sup> Geoffron, P. et Plihon, D. (1998). *op. cit.*, p. 113.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 114.

ب. عدم تلاؤم نوعية حوكمة الشركات في آسيا مع رؤوس الأموال الخارجية الوافدة

يقوم نظام حوكمة الشركات في كوريا ومعظم دول جنوب شرق آسيا على علاقات عمالة (relations de clientèle) بين المؤسسة والبنك. يتميز هذا النموذج بنسبة تركيز عالية لرأس المال، والذي يترافق بضعف الحماية القانونية والتنظيمية تجاه الجهات من داخل المؤسسة (insiders). إذن فالمؤسسات الآسيوية مملوكة ومسيطر عليها بالأساس من قبل عائلات. تتمثل السمة الثانية لنظام حوكمة الشركات الآسيوية في الصرامة وانضباط السوق، وذلك نتيجة مساهمة البنوك في رأس مال الشركات، الأمر الذي يسهل تراكم المخاطر. وبالتالي فإن هذا النظام لم يتناسب مع استقبال رؤوس الأموال الخارجية بسبب ضعف، وحتى غياب البنية التحتية المؤسسية الملائمة. في هذا الصدد، يرى (Geoffron and Plihon (1998) ما يلي:

*« Il apparaît ainsi que le cadre institutionnel était particulièrement inadapté pour accueillir des capitaux issus du monde du corporate governance marchand. Pour cette raison, les investisseurs étrangers ont déployé leurs engagements sur le court terme principalement, dans la mesure où ils ne disposaient pas de sécurité permettant de garantir leurs apports sur un plus long terme. »<sup>1</sup>*

يتضح مما سبق أن الإطار المؤسسي لم يتلائم بشكل خاص مع استيعاب رؤوس الأموال المتأتية من عالم حوكمة الشركات التي تعتمد على أسواق المال. الأمر الذي جعل المستثمرين الأجانب ينتازلون عن إلتزاماتهم قصيرة الأجل بالأساس خوفا من المستقبل.

بهذا الاقتباس، نأتي إلى السبب الذي يشجع على التطرق إلى حالة الانفتاح المالي في كوريا وأخذها كمثال. الهدف هو الدفاع عن الفكرة القائلة بالحاجة إلى اعتماد نهج متكامل للتحرير المالي، نهج يأتي على مراحل أكيدة، لكنها أيضا متكاملة في ما بينها ومكتملة (intégrée et

<sup>1</sup> Ibid., p. 116.

(complète). إذن فسبب وقوع الأزمة في كوريا، كان نتاج تخلي مفاجئ عن السيرورة الاحترازية التي كانت متبعة في بداية عملية التحول إلى تحرير حساب رأس المال، بالرغم من إستيفاء بقية الشروط الأخرى. كانت كوريا تتمتع بمعدل نمو مرتفع وبنظام مالي ومصرفي حديث على نطاق واسع؛ كما كانت متحكمة بالعجز الجاري وعجز الميزانية العامة. بالإضافة إلى ذلك، تقدمت السلطات في عملية التحرير على مراحل، وحتى مع التحرير، أبقت على درجة من الحماية المالية من خلال إدراج نظام رقابة على رؤوس الأموال، قبل أن تسرع وتيرة الاصلاحات تحت ضغط من المؤسسات المالية الدولية والولايات المتحدة.

حالة الصين، وهي الدولة الثانية التي سندرس تجربتها في هذا الفصل، مختلفة عن سابقتها. إذ لم يتعرض هذا البلد لتداعيات الأزمة التي هزت المنطقة، ليس فقط لأنه سلك نهجا متكاملًا للانفتاح المالي، ولكن أيضا لأسباب أخرى سندرسها في الفقرة الموالية.

## 2. التجربة الصينية في الانفتاح المالي

تعتبر التجربة الصينية في مجال التحرير المالي فريدة من نوعها وذلك في نواحي عدة. الأولى، من حيث طبيعة النظام السياسي الصيني الذي سبق الاصلاحات. في الواقع، كان النظام الصيني شيوعيا لينينيا (communiste de type léniniste)، قائما على اقتصاد مخطط لم يفسح المجال أمام القطاع الخاص ولم يثق في القوى المحركة للسوق. الثانية، من حيث طبيعة التحول إلى اقتصاد السوق. إذ لم تترافق الاصلاحات الاقتصادية والمالية في الصين لا بإصلاحات مؤسسية، ولا بإعادة هيكلة للبنية التحتية القانونية في البلاد. تكمن المفارقة هنا في أنه لم يكن لهذا التوجه تأثير سلبي أو مؤخر بشأن الاصلاحات التي تم اتخاذها بحيث كانت ناجحة في الاجمال. في ما يلي، سنقدم حالة الاقتصاد الصيني قبل سنة 1978، التي تمثل بداية الاصلاحات، لأجل

التأكيد على الخاصية المميزة لانطلاقة الصين. بعد ذلك، سنيين إتساع وتجليات الاجراءات المتخذة، قبل التطرق إلى مظاهر نجاح هذه الأخيرة، على الرغم من التناقضات ذات الطابع المؤسسي التي عرفها الواقع الصيني.

## 1.2. المشهد الاقتصادي والمالي في الصين قبل الاصلاحات

قبل اصلاحات عام 1978، كانت الحكومة الصينية المسؤولة والمسيرة للحياة الاقتصادية للبلد. وعليه، كان يتم التخطيط لأنشطة وقرارات الاستثمار بعناية وفقا لاحتياجات الاقتصاد، دون إشراك لعبة مواجهة عرض وطلب الاحتياجات التمويلية على مستوى السوق. كانت المصارف التابعة للدولة تمارس وظيفة "محاسب"، بحيث كانت تحتكر تحقيق مختلف المعاملات النقدية والمالية في الاقتصاد<sup>1</sup>. في ما يتعلق بإدارة سعر الصرف، مارست الصين قبل عام 1979، نظام إدارة مركز للعملات. وعليه، كان كل عون اقتصادي يمتلك عوائد بعملات أجنبية مجبرا على تحويلها إلى العملة المحلية الرمينبي (renminbi). كان استخدام العملات الأجنبية لأغراض الاستيراد، الاستثمار أو غيرها يتم وفق خطة مركزية وطنية<sup>2</sup>.

حتى نهاية الحقبة الماوية\*، كان النظام المالي الصيني يمثل بالأساس نسخة عن نظام البنك الواحد\*\* (monobanque) على الشاكلة السوفيتية، وأكلت إليه مهمة تسيير أموال المؤسسات المملوكة للدولة، بالإضافة إلى تجميع الودائع من الأسر بصورة هامشية. تم استخدام هذه الأموال في تمويل الاستثمارات في الصناعات الثقيلة، وفق خطة حكومية مسطرة سلفا. لم يهتم البنك الشعبي الصيني بخلق جو من المنافسة بين المقترضين والدائنين، كما لم يعمد إلى تقييم قدرة

<sup>1</sup> Li. K-W, Liu. T. (2001). Financial Liberalization and Growth in China's Economic Reform, The World Economy, Vol. 24, n°5, p. 674, in Béji, Samouel. (2009). *Op. cit.*, p. 187.

<sup>2</sup> Wenjun, L. (2004). Capital Account Liberalization in China, The Chinese Economy, Vol. 37, n°1, p. 87.

\* نسبة إلى ماو تسي تونغ، مؤسس وزعيم الجمهورية الشعبية الصينية (1893-1976).  
\*\* نظام اقتصادي لا يتوفر سوى على مؤسسة مصرفية وحيدة، عموما تكون تابعة للدولة.

المؤسسات الحكومية على سداد ديونها كما لم يراقب أنشطة الشركات، باستثناء التحقق مما إذا كانت تتبع الخطة المسطرة من قبل وزارة التخطيط. في جوهره، كان البنك الشعبي الصيني يتصرف على أساس أنه امتداد للحكومة المخططة على مستوى النظام المالي. علاوة على ذلك، على غرار معظم البلدان النامية، لم يكن هناك استخدام كبير للنقود في الاقتصاد الصيني قبل الإصلاحات. هذه سمة من سمات الاقتصاد الصيني التي ارتكزت على مبدأ الاكتفاء الذاتي الذي أتى به ماو<sup>1</sup>. وبالتالي، لم ينتقل حجم الادخار الوطني سوى من 1.5% من GDP إلى 7% خلال الفترة 1952-1978.

بعد وفاة ماو تسي تونغ في عام 1976، وانتقال السلطة إلى خليفته دنغ شياو بينغ (Deng Xiaoping)، انطلقت سلسلة من السياسات الإصلاحية. تم الشروع في الإصلاحات في ديسمبر من العام 1978، وقد مست القطاع الاقتصادي أكثر من القطاع المالي. كان الهدف من هذه السياسات الجديدة التحضير لإنشاء اقتصاد سوق، أين يمكن للقطاع الخاص أن يبدأ بأخذ مكان الدولة في كافة مجالات الحياة الاقتصادية تقريبا.

## 2.2. عرض للإصلاحات التي تم اتخاذها في الصين بعد عام 1978

يتطلب الانتقال من اقتصاد مخطط على الطراز السوفيتي إلى اقتصاد السوق تجديدا في المؤسسات، أو حتى خلق مؤسسات جديدة لم تكن موجودة من قبل. ومع ذلك، فإن رغبة الحزب الشيوعي الصيني في الاحتفاظ بسلطة احتكار سياسي قد منعت ولو جزئيا صعود سلطة جديدة للحكومات المحلية. كما أهمل أيضا دور القانون في تنظيم المجتمع الصيني. على الرغم من ذلك، مع تغير الأيديولوجية الذي أتى مع تغير السلطة الحاكمة (وصول دنغ شياو بينغ إلى سدة الحكم)،

<sup>1</sup> Cargill, T-F. and Parker, E. (2001). Financial Liberalization in China : Limitations and Lessons of the Japanese Regime, Journal of the Asia Pacific Economy, Vol. 6, n°1, p. 7.

شهدت الصين صعوداً تدريجياً للمؤسسات القانونية، لامركزية المؤسسات السياسية، تنامي سريع في القطاع الخاص وتحسين ظروف الأسواق المالية.

### 1.2.2. إصلاح المؤسسات الصينية التابعة للدولة

إذا ما أردنا إجراء تقييم للإصلاحات الصينية بعد أزيد من ثلاثين سنة على تنفيذها، فإننا نلاحظ أن تلك المتعلقة بالمؤسسات الحكومية الصينية (EEC) Entreprises Etatiques Chinoises تعتبر من بين الأكثر تعقيداً، بحسب رأي<sup>1</sup> Chen and Feng (2000). منذ عام 1978، تم اعتماد إعادة هيكلة EEC من قبل الحكومة الصينية على أنها قلب الإصلاحات الاقتصادية. تتمثل أصالة النهج الصيني في عملية إعادة الهيكلة في حقيقة أن الحكومة الصينية لم تلجأ إلى خصخصة مؤسساتها بصورة ممنهجة، بل عمدت إلى منح مزيد من الاستقلالية في اتخاذ القرارات الإدارية من قبل المسيرين. في بداية الثمانينات تم اتخاذ خطوة إضافية في العملية الإصلاحية. تمثلت في إنشاء نظام المسؤولية التعاقدية (SRC) Systeme de Responsabilité Contractuelle وعملية تساهمية الشركات\* (Corporatization)، في محاولة من السلطات الصينية لتجديدها. تمثلت الفكرة الأساسية من وراء SRC في ضمان سلطة إدارية للمؤسسات الاقتصادية الصينية، فضلاً عن خضوعها لقوانين تقاسم الأرباح. كان الغرض من إنشاء هذا النظام هو إدخال نوع من التحفيز المالي (وبالتالي إدخال مفهوم الربح والمردود المادي)، مع الإبقاء على سلطة وملكية الدولة. تمثلت تساهمية EEC في فتح رأس مالها وتحويلها إلى شركات ذات مسؤولية محدودة، وذلك بهدف حماية تسييرها من التداخل الحكومي. بدأت تجربة التساهمية مع مطلع عام 1984، وتواصلت على نطاق ضيق حتى عام 1991، تاريخ إنشاء اثنتين من أكبر بورصات القيم المنقولة في الصين واللتان

<sup>1</sup> Chen, B. and Feng, Y. (2000). Determinants of Economic Growth in China : Private Enterprises, Education, and Openness, China Economic Review, Vol. 11, n°1, p. 10.

\* تتمثل هذه العملية في إعادة تنظيم هيكل المؤسسات المملوكة للدولة داخل كيان قانوني. يكون لهذا الأخير مجلس إدارة، إدارة ومساهمون. لكن بخلاف المؤسسات المتداولة أسهماً في البورصة، نجد أن أسهم هذه المؤسسة لا يتم تداولها في البورصة.

أسهمت في صعود، نمو وانتشار هذه التجربة على نطاق واسع. في عام 1997، اعتمد المؤتمر الخامس عشر للحزب الشيوعي الصيني استراتيجية المعاملة التمييزية في إصلاح EEC. تلخصت فلسفة هذه الاستراتيجية في حماية الكبير وتوسيع الصغير. طلب من المؤسسات الصغيرة البحث عن حلول خاصة لها دون مساعدة من الحكومة المركزية. وفقا لهذا الواقع، أمست الحكومة تمتلك في عام 2001 ما نسبته 60% فقط من الشركات التي كانت تمتلكها عام 1996. يمكن أن نرى بأن الإصلاحات الأولى في التحول الصيني، والمتمثلة في إصلاح المؤسسات الحكومية، كانت تستند على التدرج والسير على مراحل. يفسر هذا بحقيقة أن صناعات القرار الصينيين كانوا على دراية بأهمية هذه المؤسسات في المشهد الاقتصادي للبلد، وبالتالي صعوبة وحتى حساسية إصلاحها. من خلال السير على مراحل، تمكن المسؤولون الصينيون من تحقيق انتقال ناجح، وحتى ضمان كفاءتها، عن طريق استبدال البيروقراطيين الحكوميين بمسيرين مستقلين.

## 2.2.2. صعود القطاع الخاص

تتمثل الصفة الرئيسة لاقتصاد السوق في أن الأفراد يمتلكون وسائل الإنتاج وبالتالي قوة الملكية، على عكس الاقتصاد المخطط أين تكون الدولة هي الممتلك لهذه السلطة. واحدة من التحولات الكبيرة التي مرت بها الصين، هي منح الحق في التملك للأفراد، وبالتالي تعزيز صعود قطاع خاص كان يتميز بالضعف، صغر الحجم والتهميش قبل 1978. كان هذا القطاع الصاعد فاعلا خلال فترة النمو الواسعة التي شهدتها البلاد على طول العقدين الماضيين<sup>1</sup>.

عرف الشكل الأول من الخصخصة تحت تسمية نموذج وانزهو (modèle de Wenzhou).

تمثلت ميزة هذا النموذج في أنه يقوم على تراكم رأس المال في إطار الأسرة أو وفقا للانتماء

<sup>1</sup> Bai, C. E, Lu, J, and Tao, Z. (2006). The Multitask Theory of State Enterprise Reform, American Economic Review, Vol. 96, n°2, p. 353.

الجغرافي للمؤسسات الصغيرة. في أواخر الثمانينات، تم سن قوانين خاصة بشأن تقسيم رأس مال المؤسسات. سمحت هذه القوانين للمؤسسات بتحديد حقوق الملكية لأول مرة والتمييز بين الحصص الخاصة والحصص العمومية، مما أدى إلى إحداث فعالية داخل بعض القطاعات. منذ عام 1992، أصبحت المؤسسات قادرة على التحول إلى هياكل محدودة المسؤولية، في الوقت الذي كان فيه القانون المتعلق بالمؤسسات يخضع للمشاورات داخل المجلس الشعبي الوطني الصيني في بكين. إلا أن تطبيق هذا القانون لم يبدأ حتى عام 1994.

أسهمت حماية حقوق المستثمرين في خلق تحفيز نحو مراكمة رأس المال وتشجيع النمو الاقتصادي<sup>1</sup>. كما ذكرنا آنفاً، فإن القانون المتعلق بالمؤسسات لعام 1994 قد حسن في حقوق الملكية من خلال النظر إلى المؤسسة على أنها كيان يمتلك أصوله الخاصة. خطوة أخرى تم إجتيازها في عام 2000، في أعقاب الخصخصة والتأكيد على حقوق الملكية الخاصة. تمثلت في الإصلاحات التي باشرت بها سلطات المقاطعات (provinces) والتي هدفت إلى تقليص حصة القطاع العام داخل المؤسسات إلى أقل من 50%، وإعطاء الأولوية للمقاولين الخواص لتملك غالبية الحصص في المؤسسات المحلية. ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن تطبيق القانون المتعلق بالمؤسسات بالإضافة إلى دعم المؤسسات الخاصة قد تباينا من منطقة لأخرى. تجدر الإشارة كذلك إلى أن التدرج في المسيرة نحو إنشاء حركة للخصخصة في الصين كان بعد تنفيذ إصلاحات عام 1978. تمت العملية على مراحل، إدخال حقوق الاستخدام للاعتراف بالأفراد كمالك لرأس المال من جهة، وللحقوق الجماعية في تأسيس شركات بوصفها كيانات ملكية قانونية لأصولهم من جهة أخرى. كانت سرعة تنفيذ وتطبيق هذه العملية على عاتق السلطات المحلية للمقاطعات الصينية.

<sup>1</sup> Castro, R., Clementi, G. L. and Macdonald, G. (2004). Investor Protection, Optimal Incentives and Economic Growth, Quarterly Journal of Economics, Vol. 119, n°3, p. 1166.

### 3.2.2. إصلاح السياسة الجبائية

منذ عام 1979، قامت الحكومة المركزية بوضع سياسة تنص على إحلال تخصيص الميزانية من طرف الدولة بآخر يقوم على أساس التمويل من خلال القروض المصرفية. في عام 1995، تم تطبيق قانون الميزانية الجديد. الشيء الجديد في هذا القانون هو أنه يحظر على الحكومة المركزية الاقتراض من البنك المركزي؛ كما يطالب الحكومات المحلية بتحقيق التوازن في ميزانياتها وتقليص إصدار السندات أو الاقتراض من الأسواق المالية. أسهم قانون البنك المركزي لعام 1995 في تقليص تأثير الحكومات المحلية على السياسة النقدية وقرارات تخصيص الائتمان. بالإضافة إلى ذلك، تم تطبيق اللامركزية في نفس الوقت الذي تمت فيه إعادة تخصيص النفقات العمومية من الحكومة المركزية نحو الحكومات المحلية.

في عام 1980، شرع في استبدال نظام ضرائب على الأرباح مكان الدفع المباشر للأرباح إلى الدولة. ومع ذلك، أثبت أن التدابير الموجهة لإصلاح نظام الضرائب مفرطة وصعبة التنفيذ. الأمر الذي يفسر شيوع ظاهرة التهرب الضريبي وانخفاض عائدات الضرائب، بسبب اللامركزية الجهوية للإجراءات الجبائية<sup>1</sup>، فضلا عن مسببات أخرى. في عام 1994، أدخلت الصين إصلاحات جبائية كبيرة، أسهمت في وضع تمييز واضح بين الضرائب الوطنية والضرائب المحلية. وقد منعت هذه الإصلاحات الحكومات المحلية من تقليص الضرائب الوطنية كما كانت تفعل في السابق، الأمر الذي ساعد في إيجاد حل نسبي لمشكلة التهرب الضريبي.

<sup>1</sup> Blejer, M. I. and Szapary, G. (1990). The Evolving Role of Tax Policy in China, Journal of Comparative Economics, Vol. 14, n°3, p. 466.

#### 4.2.2. إعادة الهيكلة المالية

على مدى العقود الثلاثة الأخيرة، كانت الصين واحدة من أسرع الاقتصاديات نمواً. يعتبر (1998) Lardy أن النمو في الصين يعزى في حد كبير منه إلى التوسع في الائتمان، الذي كان موجهاً نحو EEC، بالإضافة إلى حركة عمال الزراعة من الريف إلى الصناعة الحضرية<sup>1</sup>. يرجع التوسع في الائتمان إلى إصلاح مس جميع مكونات النظام المالي الصيني، سواء بالنسبة للقطاع المصرفي أو أسواق رؤوس الأموال. لكن ما يميز خصوصية الإصلاحات في الصين، هو تكيفها مع حقيقة وخصائص البلاد، على عكس الحالة الكورية، التي خلصت إلى الامتثال لتوصيات المؤسسات المالية الدولية. بخصوص الشأن الصيني، يرى الموسوي (2010)<sup>2</sup> أن إصلاح الاقتصاد الصيني تطلب إنقلاباً على النموذج الماركسي ذي الطابع الغربي. إذ أن إصلاح السوق الصيني لم يكن مدفوعاً بنزعة محاكاة للنماذج الغربية، بل كان ذا طابع محلي لا فضل فيه للمشورة الغربية. كما أشرنا آنفاً، فإن تشكل قوة تجربة الانفتاح المالي الكوري في البداية، كانت نتاج تطبيق قواعد تنظيمية تحوطية وعملية إشراف صارمة وفعالة. ثم بعد ذلك، أدى التراخي والتخلي المفاجئ عن هذه القواعد إلى تسريع حدوث الأزمة. لم تنتهج الصين ذات النموذج الإصلاحية وفضلت دائماً نهجاً حذراً. وعليه، كان انفتاح البنوك التجارية تدريجياً ولم يبدأ حتى منتصف الثمانينات. من ناحية أخرى، نجد أن فتح أسواق رؤوس الأموال في شنغهاي وشنزن (Shanghai et Shenzhen)، فضلاً عن انفتاح الصين أمام البنوك الأجنبية، لم يتم حتى سنوات التسعينات. تعود مسببات الأزمة كذلك إلى السماح بمنح القروض العقارية. لم يتم منح هذا النوع من التصريحات للبنوك حتى عام 1991. كما أن أسعار الفائدة ظلت لفترة طويلة مقيدة، وقد ساعدت هذه السياسة البلاد في الاحتماء

<sup>1</sup> Lardy, N. R. (1998). China's Unfinished Economic Revolution, Brooking Institutions, Washington DC, in Cargill, T-F. and Parker, E. (2001). *op. cit.*, p. 7.

<sup>2</sup> الموسوي، ضياء مجيد (2010). إهتزازات في أسس العولمة، الطبعة الثانية، بن عكنون (الجزائر)، ديوان المطبوعات الجامعية، ص. 141، نقلًا عن جون جبيري، الفجر الكاذب، ترجمة: أحمد فواد بليغ، مكتبة الشروق، بيروت (لبنان)، 2000.

من الاضطرابات التي واجهتها تايلاند، ماليزيا أو أندونيسيا التي شهدت تراجعاً بنسبة 16% من GDP في عام 1991. ساعدت الرقابة على أسعار الفائدة - المستهلكة من قبل الليبراليين وغيرهم من الداعين إلى التحرير المالي التام- في تجنب التدفقات الهائلة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل ذات الغايات المضاربية التي شهدتها البلدان الأخرى المجاورة<sup>1</sup>.

### أ. إصلاح القطاع المصرفي

إذا رجعنا إلى المعايير الدولية، فإننا نجد بأن أسواق الائتمان في الصين كبيرة نسبياً بالمقارنة مع البلدان النامية الأخرى، وحتى بالمقارنة مع الدول المتقدمة. على سبيل المثال، نلاحظ أن نسبة أصول البنوك التجارية الصينية إلى GDP تفوق نظيراتها الأمريكية. لكن في مقابل ذلك، نلمس ضعف نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى GDP، بالمقارنة مع معظم البلدان المتقدمة أو النامية. يمكن تفسير ذلك بالرجوع إلى طبيعة النظام الاقتصادي في الصين، الذي كان نظاماً شيوعياً، حيث كانت المؤسسات الخاصة لا تتمتع بذات الأهمية ولم تلعب الدور الاقتصادي ذاته كما هو الحال في البلدان الأخرى أين يعتبر اقتصاد السوق هو المرجع. لم يبدأ الإصلاح المصرفي في الصين حتى عام 1994، عندما قررت الحكومة المركزية الفصل بين البنوك التابعة للحكومة والبنوك التجارية، وإنشاء ثلاثة بنوك للائتمان وأربعة بنوك تجارية متخصصة. اشتملت الإصلاحات المصرفية على تحويل التعاونيات الائتمانية الحضرية إلى بنوك تجارية (1996-1998)، السماح للبنوك الأجنبية بالتدخل وفقاً لطرق وصيغ محددة بشكل جيد، السماح بإنشاء بنوك تجارية غير حكومية، الحد من تدخل الدولة في عملية توزيع القروض، رفع الضوابط عن أسعار الفائدة واحترام المعايير الدولية للحديقة المحاسبية.

<sup>1</sup> Fouda, S. et Saïdane, D. (1998). Institutions : Contraintes nécessaires pour un développement financier à moindre risque, Techniques financières et développement, n°52, p. 5.

على الرغم من أنه ينظر إلى تنفيذ هذه الإصلاحات بمثابة إنجاز معتبر في المشهد المالي الصيني، إلا أن هناك مشاكل خطيرة وأوجه قصور في القطاع المصرفي الصيني لا تزال قائمة. من بين هذه المشكلات، يمكن أن نذكر النسبة المعتبرة للقروض السيئة، الأمر الذي يهدد بإضعاف وضعية البنوك الدائنة، إستمرار التعامل بأسعار الفائدة التفضيلية مع المؤسسات التابعة للدولة، مشكلة الفساد (corruption) وسوء استخدام السلطة العامة من قبل مانحي القروض<sup>1</sup>. من بين كل هذه المشكلات، تعتبر القروض المشكوك فيها الأكثر صعوبة. ومع ذلك، فإن انضمام الصين إلى WTO قد جلب الكثير من التغييرات للقطاع المصرفي. فقد أدرج هذا الأخير تحرير أسعار الفائدة، رفع العديد من القيود على ملكية البنوك ومنح قدرًا أكبر من الحرية التشغيلية في ما يتعلق بتسييرها. من بين هذه الإصلاحات، نذكر تلك التي تعبر عن تغييرات حقيقية في ثقافة وطريقة التسيير، مثل عمليات الخصخصة الجزئية مع بيع لحصص من رأس المال على مستوى الأسواق المالية وبيع الحصص الصغيرة للملاك الأجانب.

#### ب. إنشاء أسواق رؤوس الأموال

تقرر إنشاء سوق للأوراق المالية في شنغهاي عام 1990، وأخرى في شنزن عام 1991، لغرض تعزيز إصلاح EEC. في أوائل عام 1992، تم منح الاذن لعشرة من EEC بأن تتم إعادة هيكلتها في صورة شركات الملكية المشتركة (entreprises à propriété partagée). علاوة على ذلك، اقترحت الحكومة المركزية في عام 1992، إعادة تنظيم الهيئات الرقابية في أسواق رؤوس الأموال.

<sup>1</sup> لأجل إطلاع أكثر تفصيلا حول الفساد ومحدداته، أنظر: Tanzi, V. (1998). Corruption Around the World: Causes, Consequences, Scope, and Cures, IMF Staff Papers, Vol. 45, n° 4.

أما في ما يخص سوق سندات الشركات، فقد ضل متخلفا في الصين، بالمقارنة مع سوق الأسهم والسندات الحكومية. يعود أول إصدار لسندات الشركات إلى سنة 1986، وعلى مدار فترة طويلة من الزمن، كانت هذه الاصدارات ضعيفة، فضلا عن أن بعض تداولات السندات كانت محظورة صراحة. مع ذلك، بدأ سوق سندات الشركات بالتطور واكتساب الأهمية كمصدر تمويلي ضروري، منذ أن شرع في العمل بالقوانين الجديدة المتعلقة بتنظيم الاصدارات على مستوى السوق.

هناك عدة أسباب تقف وراء تخلف هذا النوع من الأسواق. بداية، عملية إصدار سند خاص بطبيعة للغاية وصعبة. في الواقع، تهتم ثلاثة هيئات مختلفة بملائمة عملية الاصدار. من بين هذه الهيئات، لجنة تخطيط تنمية الدولة (Commission de la planification du développement de l'Etat). ثانيا، لا بد أن تكون للمؤسسة المصدرة ضمانات وتوصيات أخرى من جانب الحكومة المحلية والوزارة المسؤولة عن القطاع الذي تنشط فيه. ثالثا، لا بد من أن لا يتجاوز معدل الفائدة على السندات الخاصة، ما نسبته 40% من معدل الفائدة الدائن لنفس مدة الاستحقاق. على العموم، يمكن تلخيص العوامل التي تسببت في منع سوق السندات الخاصة من لعب دور فاعل داخل الاقتصاد، في ضعف الاشراف، ضعف الهيكل التنظيمي، تنوع ضعيف في المستثمرين، بالإضافة إلى ضعف سيولة السوق. إلا أنه في الآونة الأخيرة، لوحظ تقدم كبير في ما يتعلق بتنامي وعي الحكومة الصينية حول مدى أهمية سوق السندات الخاصة. عل وجه التحديد، إمتد الحق في إصدار سندات خاصة من كبريات EEC ليشمل المؤسسات المحلية؛ تم تخفيف الرقابة على إدارة الأموال، كما أن معدلات الفائدة على السندات أصبحت على نحو متزايد تتحدد وفقا لتفاعل قوى السوق.

## 5.2.2. الإصلاحات السياسية

مع نهاية الثورة الثقافية\* في عام 1977، شهدت الصين فترة من التجديد السياسي، جنباً إلى جنب مع الإصلاحات الاقتصادية والمؤسسية المذكورة أعلاه. قدم دنغ شياو بينغ نظريته الموسومة بالاشتراكية ذات الخصوصية الصينية، والتي تقوم على إعادة قراءة في المبادئ السياسية القديمة التي حكمت البلاد (مثل تطبيق العقيدة الشيوعية، الانغلاق ورفض كل ما هو أجنبي، الإقصاء الذاتي، ...) وإطلاق تعديلات تتعلق بالنظام السياسي. في هذا الصدد، أثبت الحزب الشيوعي الصيني حنكة في إدخاله للإصلاحات الاقتصادية، مع الحفاظ على الاستقرار السياسي والاجتماعي. لكن في المقابل، لا بد من الاعتراف بأن هذا الاستقرار لم يتحقق دون بعض الخروقات لمبادئ الديمقراطية واحترام الحريات المدنية.

تمت إعادة بناء النظام القانوني من أساساته في عام 1979، كما تمت إعادة تأهيل أعضاء السلك القانوني. كما تبنت الصين قانوناً لحماية براءات الاختراع الأجنبية في عام 1984، واعتبرته جزءاً من الإصلاحات الاقتصادية والقانونية.

في الوقت ذاته، واصل الحزب الإدعاء بأن دكتاتورية البروليتاريا لا تزال في مكانها، وأنها استمرت بالفعل في السيطرة على الحياة السياسية. ترافقت الإصلاحات الاقتصادية بزيادة في الجرائم الاقتصادية، مثل اختلاس الأموال والفساد، والتي تمت محاربتها بقوة من قبل النظام الشيوعي القائم. ضيق النظام القمعي آراء المعارضة في ما يخص الإصلاحات المتبعة، وقد كانت التوترات ملموسة بين الحزب الشيوعي والمطالبين بالتعددية السياسية. واصل الحزب حظر

---

\* مثلت هذه الثورة فترة من الفوضى التي شهدتها الصين. ففي شهر ماي من العام 1966، دشّن ماو تسي تونغ ثورة البروليتاريا الثقافية الكبرى. وقد حذر ماو في تلك الفترة من اختراق الحزب الشيوعي من قبل من أسماهم بممثلي البرجوازية، وعزم على اجتثاثهم، وقد تسبب هذا الاعلان في تقسيم المجتمع الصيني إلى فئات متناحرة، مما جعل الصين على شفا حرب أهلية.

تنظيمات المعارضين لحكمه، باستثناء المؤتمر الاستشاري السياسي الذي لم يكن سوى تجمع لكافة الأحزاب السياسية في الصين، لتقديم المشورة للحزب الشيوعي. تجدر الإشارة إلى أنه حتى لو كان الغرض من هذا المؤتمر هو زيادة تمثيل الأحزاب الأخرى في ما يتعلق بالقرارات السياسية، الاجتماعية والاقتصادية المتخذة، واصل الحزب الشيوعي احتلال غالبية المقاعد داخل المؤتمر. كانت الإصلاحات السياسية والديمقراطية متأخرة بالمقارنة مع الإصلاحات الاقتصادية. لقد أسهمت هذه الأخيرة في تنويع الاقتصاد الصيني كما ساعدت في منحه مزيدا من الحرية. من المرجح أن يترافق هذا باعتماد إنفتاح وديمقراطية أكثر في المؤسسات السياسية الصينية.

نلاحظ بعد إستعراض لمجموع الإصلاحات التي عرفتها الصين منذ عام 1979، أنها لا تزال تعاني تأخرا في إصلاح نظامها المالي، ويعود ذلك على وجه الخصوص إلى عدم كفاية الإصلاحات السياسية، إلا أن الصين تمكنت من تحقيق نمو اقتصادي غير مسبوق. من المؤكد أن الإصلاحات الاقتصادية الأخرى (إصلاح المؤسسات الحكومية، الإصلاحات الجبائية، ...) قد لعبت دورا محوريا، إلا أن النتائج التي حققتها الصين تدحض الادعاءات النظرية القائلة بأن إطارا قانونيا ونظاما ماليا متخلفين لا يسمحان بتحقيق نمو وتنمية اقتصادية. في الواقع، باستخدامهم للمؤشرات المعتادة لقياس درجة التطور القانوني، وجد (Allen et al. (2002) أن النظام القانوني في الصين أقل تطورا بالمقارنة مع الدول التي استخدمت كعينة في أعمال (La Porta (1997) ; (1999) Levine ; (2000) Shleifer and Vishny ; (1998) Lopez-de-Silanes. لقد كانت حوكمة الشركات، المعايير المحاسبية وأنظمة حماية المستثمرين أقل تطورا بكثير من ما هو عليه الحال في البلدان التي اشتملت عليها العينة، غير أن هذه الأخيرة لم تتضمن سوى البلدان المتقدمة<sup>1</sup>. الأمر ذاته ينطبق على النظام المالي الصيني (والنظام المصرفي على وجه الخصوص) الذي كان

<sup>1</sup> Allen, F., Qian, J. and Qian, M. (2005). Law, Finance and Economic Growth in China, Journal of Financial Economics, Vol 77, n°1.

أقل تطورا بالمقارنة مع معظم البلدان الأخرى. تقودنا هذه الخلاصة نحو التساؤل عن الأسباب التي أدت إلى النمو في الصين، على الرغم من فشلها على مستوى عوامل ذات وزن معتبر مثل التنمية المالية والقانونية. يمكننا الذهاب إلى حد القول بأن الصين، في إطار عملياتها الإصلاحية "الشاذة عن المألوف"، قد دحضت نتائج النظريات التي ربطت التنمية المؤسسية مع التنمية المالية، التي تحدد بدورها التنمية الاقتصادية.

### 3.2. تحليل أسباب نجاح التجربة الصينية

النقطة المشتركة بين مختلف الإصلاحات التي تمت في الصين هي الطبيعة المتعاقبة والتدرجية من حيث التنفيذ، سواء في ما يتعلق بعملية الخصخصة، تحديث الجهاز المالي وحتى الإصلاحات السياسية، لأن الحكومة المركزية الصينية قد اختارت صراحة عدم اعتماد العلاج بالصدمة (Shock therapy). هذا ما قد يفسر نجاح الإصلاحات. هنا يظهر التناقض مع النظرية الاقتصادية، والمتمثل في عدم ترافق التغيرات الحاصلة، لا مع إصلاح سياسي ومؤسسي ملائم، ولا تنمية مالية تتوافق والمعايير الدولية. يفسر المراقبون المهتمون بالشأن الصيني هذه المفارقة بوجود قنوات تمويل غير رسمية كبيرة، إذ أن هناك مصانع ومنشآت يمولها بالكامل أو جزئيا الصينيون الموجودون في ما وراء البحار<sup>1</sup>، فضلا عن آليات حوكمة جيدة (good governance) غير رسمية. إستند هذان البديلان على مفهومي السمعة وأهمية العلاقات، التي فسرت مثل هذا التقدم.

<sup>1</sup> الموسوي، ضياء مجيد. (2010). مرجع سبق ذكره، ص. 78، نقلا عن ديك ويلسون، « China the big tiger » لندن لينتل براون، 1996، ص. 365.

### 1.3.2. التدرج في رفع القيود المالية في الصين

بدأ رفع القيود عن حسابات رؤوس الأموال في الصين عبر سياسة جذب FDI . حالياً، تعتبر درجة تحرير تدفقات رؤوس الأموال الوافدة عالية جداً في الصين، باستثناء تدفقات رؤوس الأموال المتعلقة بتبادل القيم المنقولة.

#### أ. رفع القيود المفروضة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة

شرعت الصين في إلغاء كافة القيود المفروضة على FDI في المراحل المبكرة من عملية التحرير. يمكن لغير المقيمين الاستثمار المباشر في الصين، إذا تم الامتثال للقوانين التي تنظم إنشاء الشركات.

في مرحلة أولى، بين عامي 1979 و 1986، أصدرت الصين قانون إنشاء المؤسسات المشتركة بين الاستثمار الصيني والأجنبي، كما بدأت في تشجيع FDI . هذا القانون هو الأول من نوعه منذ عام 1949، والذي يسمح لكيانات اقتصادية أجنبية بإنشاء مؤسسات في الصين. في عام 1980، تم إنشاء أربعة مناطق اقتصادية (Shenzen, Zhuhai, Shantou and Xiamen) مع امتيازات خاصة. أدى نجاح إنشاء هذه المناطق في تحقيق الأهداف المسطرة، من جذب للاستثمارات المبتكرة والناقلة للتكنولوجيات الحديثة، إلى دفع الحكومة المركزية إلى إعطاء استقلالية خاصة لأربعة عشرة مدينة ساحلية في عام 1984. خلال المرحلة بين عامي 1986 و 1990، قامت الصين بإصدار قانون الجمهورية الشعبية الصينية المتعلق بالمؤسسات الأجنبية المستثمرة (Law of the Popular Republic of China on Foreign-invested enterprises) . كان هذا أول قانون يسمح للمؤسسات التي تمثل فقط استثمارات أجنبية بالتصرف على جميع الأراضي الصينية. كذلك، خلال الفترة ذاتها، تم اعتماد سياسة محفزة تقوم على الاعفاءات الضريبية على

صادرات المؤسسات التي تمثل استثمارا أجنبيا مباشرا. أدت هذه التشجيعات إلى رفع المنافسة بين المقاطعات، التي سعت لجذب المستثمرين، كما شجعت المدن غير الساحلية، التي لم تستعد من المزايا المقدمة للمدن الأخرى، على ضمان تنميتها الخاصة من خلال الامتيازات الضريبية. بالإضافة إلى ذلك، في عام 1986، تم إلغاء الضوابط المفروضة على العملات الأجنبية المتعلقة بالمؤسسات ذات الاستثمارات الأجنبية. كما تم السماح لهذه المؤسسات بمبادلة حساباتها بالعملة المحلية مقابل عملة أجنبية، دون قيود، إذا قررت الاستثمار في منتجات محلية أخرى موجهة للتصدير.

خلال المرحلة الأخيرة (من 1990 إلى الوقت الحاضر)، تم السماح للشركات ذات الاستثمار الأجنبي بشراء وبيع العملات في البنوك أو مع مراكز المقاصة لصرف العملات الأجنبية. بالإضافة إلى ذلك، استفادت هذه المؤسسات التي تمثل استثمارا أجنبيا مباشرا من أنظمة خاصة مقارنة مع الشركات المحلية، لاسيما في ما يتعلق بحصص استخدام العملات ورفع القيود عن الحسابات بالعملات الأجنبية. أدى هذا الوضع إلى تبسيط إجراءات شراء وبيع العملات الأجنبية بالنسبة لهذه الشركات كما سرع في توحيد سوق الصرف الصيني<sup>1</sup>.

#### ب. الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال إلى أسواق المال الصينية

لم تلجأ الصين إلى التحرير المفاجئ لأسواقها المالية والنقدية. في الواقع، ضلت تشكيلة واسعة من المنتجات الاستثمارية محظورة على المستثمرين الأجانب، كما أن نطاق الاستثمار والتبادل بقي محدودا جدا بالنسبة للمؤسسات المالية الدولية. في مقابل ذلك، قامت الصين بفتح أسواقها للمستثمرين الأجانب باستخدام قناتين: الأسهم من الصنف B وتسعير الأوراق المالية على

<sup>1</sup> Wenjun, L. (2004). *op. cit.*, p. 92.

مستوى الأسواق الأجنبية. كان سوق الأوراق المالية من الصنف B مفتوحا كذلك أمام المستثمرين المحليين، في إشارة إلى أنه ليس موجها فقط لجذب رؤوس الأموال الأجنبية\*. بالنسبة لتسعيرات الأوراق المالية على مستوى الأسواق الأجنبية، قامت الصين بإنشاء الأسهم من الصنف H ، التي تأخذ شكل شهادة إيداع، على غرار شهادات الإيداع الأمريكية (American Depository Receipt)، والسندات القابلة للتحويل بالإضافة إلى مجموعة من التسعيرات الأخرى. في مقارنة مع التسعيرات في الخارج، يعتبر سوق الأوراق المالية من الصنف B ضيقا جدا، كما أن حجم التداولات داخله محدود للغاية. حاليا، أصبح تسعير الأوراق المالية الصينية على مستوى الأسواق الدولية (الأوراق المالية من الصنف H) يمثل فرصة هامة للإصلاح بالنسبة للمؤسسات الصينية المملوكة للدولة، فضلا عن كونه شكلا من أشكال رفع القيود عن حساب رأس المال. بالموازاة مع سوق الأسهم، يبقى سوق السندات مغلقا أمام غير المقيمين، الذين لا يسمح لهم باقتناء وتداول السندات المحلية، ولا غيرها من الأوراق المالية المحررة بالعملة الصينية ويكون عائدها ثابتا.

### ج. الرقابة على حجم ومدة القروض الأجنبية

إعتمدت الصين خطة موحدة في ما يتعلق بالقروض الأجنبية، كما قامت بإنشاء نظام صارم للإدارة المركزية يهدف للتحكم في حجم وبالتالي الحد من القروض الأجنبية قصيرة الأجل. لتحقيق ذلك، قامت الحكومة المركزية بوضع مجموعة من التدابير:

- أولا، لا بد من أن تخضع كافة القروض الأجنبية طويلة ومتوسطة الأجل إلى خطة وطنية لإدارة رؤوس الأموال الأجنبية، كما أن كل قرض يخضع للفحص الصارم قبل الموافقة عليه.

\* الأوراق المالية من الصنف B موجهة للمستثمرين الأجانب المهتمين بالاستثمار على مستوى أسواق رأس المال الصينية. هي محررة بعملات أجنبية ويتم تداولها في أسواق الأوراق من الصنف B ، ذات الحجم الصغير. هذا بخلاف الأوراق المالية من الصنف A ، المحررة بالعملة الصينية، وليست في متناول المستثمرين الأجانب.

- بالإضافة إلى ذلك، ينبغي أن تتم إدارة كل القروض قصيرة الأجل بالتناسب مع الموجودات والمطلوبات بالعملة الأجنبية الموجودة في الاقتصاد، حتى لا تدخل بصورة مفرطة أو مضرة.
- ثانياً، وحدها بعض البنوك والمؤسسات المالية غير البنكية المختارة، لديها القدرة على إصدار سندات طويلة ومتوسطة الأجل على مستوى أسواق المال الأجنبية.
- ثالثاً، وضعت الحكومة الصينية في عام 1996، نظاماً للتقرير حول المدفوعات الدولية، والذي يوفر طريقة إحصائية ذات مصداقية للتحقق من دخول وخروج القروض الأجنبية، حتى قصيرة الأجل منها.

قامت الصين بوضع قانون يهدف إلى إدارة القروض الأجنبية. تمثل في قانون جمهورية الصين الشعبية بشأن إدارة الصرف الأجنبي (The Law of the PRC on Foreign Exchange Administration). ينص هذا القانون الصادر عام 1997، على أن القروض التجارية الدولية لا بد من أن يتم سدادها، كما أن القروض الأجنبية الأخرى، عقود التأمين المتعاقد عليها في الخارج، وإصدارات السندات على مستوى الأسواق الأجنبية، لا بد من أن تتم مراجعتها والموافقة عليها من قبل الإدارة المركزية للصرف الأجنبي (SAFE) State Administration of Foreign Exchange . علاوة على ذلك، لا بد من أن تتم إدارة القروض الأجنبية من قبل قطاعات محددة، وأن أي مخالفة للإدارة المطبقة على القروض الأجنبية تترتب عليها مسؤولية قانونية. من أجل فرض قيود على القروض الأجنبية، قامت الصين بتبني مؤشر للقروض الأجنبية يتوافق مع أهدافها الوطنية. كان معدل الفائدة على القروض المتعاقد عليها يساوي 7.3% في عام 1997، وهو أقل بكثير من 20% المطلوبة وفقاً للمعايير الدولية. خلال الفترة من 1986 إلى غاية 1997، كانت نسبة القروض الأجنبية قصيرة الأجل أقل من 23% إلى الاجمالي، ومثلت ما نسبته 9% فقط في عام 2000.

#### د. التفكير التدريجي للقيود المفروضة على الصرف الأجنبي

بعد تحقيق تحويل الحساب الجاري، تركز طموح الصين حول تحقيق تحويل حساب رأس المال. يشتمل سوق الصرف الأجنبي الصيني على سوق تجزئة وسوق للجملة. الأول، مخصص للبنوك والشركات، في حين أن الثاني مخصص للمصارف المسموح لها بتداول العملات. يتميز العرض والطلب على العملات بالضيق وذلك بسبب مجموعة من القوانين والتنظيمات المتعلقة بتداول العملات. على الرغم من توسيع عدد المتدخلين على مستوى السوق مع الرفع التدريجي للقيود المفروضة على النظام المالي الصيني، فإن هناك أنواع أخرى من القيود التي لا تزال قائمة. على سبيل المثال، يحق سوى لعدد قليل من الشركات الكبيرة التي تمثل حجم تداولات بقيمة 30 مليون يورو وتمتلك رأس مال بالعملة الصينية قدره 10 ملايين، الاحتفاظ بمداخيل بعملة أجنبية دون حدود.

باعتباره سوقاً للصرف الأجنبي بين المصارف، يربط مركز تداولات العملات في الصين (China Foreign Exchange Trade Center) الواقع في شانغهاي، سبع وثلاثين مدينة في مختلف أنحاء البلاد. في إمكان كافة المصارف المسموح لها بتداول العملات، فضلاً عن كل المؤسسات المالية غير البنكية والبنوك الأجنبية، أن تطلب إذن العضوية في SAFE. الأعضاء الحاليون هم البنوك التجارية التابعة للدولة، البنوك الأجنبية والمؤسسات المالية غير البنكية. يعتبر البنك المركزي والحكومة الصينية أعضاء من نوع خاص. تقوم الحكومة الصينية بالتدخل في السوق لغرض التصحيح. وعليه، فإن الأسعار على مستوى أسواق الصرف الأجنبي لا تعكس حقيقة العرض والطلب.

### 2.3.2. المفارقة الصينية

تناقض الحالة الصينية النظريات التي تدعي وجود علاقة بين الإطار المؤسسي، التنمية المالية والنمو الاقتصادي<sup>1</sup>. في الواقع، لا النظام القانوني والقضائي الصيني، ولا النظام المالي تصنف على أنها أنظمة متطورة. لكن ذلك لم يمنع الصين من أن تسجل معدلات نمو هي الأعلى من بين البلدان النامية في الآونة الأخيرة. أجرى Allen *et al.* (2004) دراسة على الصين في محاولة لفهم الأسباب التي مكنتها من تحقيق نمو سريع. للقيام بذلك، اتبعوا فرضية مفادها أن النمو الهائل في الصين متأثري من القطاع غير الرسمي بدلا من القطاع الرسمي. في الواقع، قام المؤلفون بالمقارنة بين نمو القطاع الرسمي المتألف من المؤسسات الحكومية والعامية، وبين نمو القطاع غير الرسمي المتكون من كافة الشركات الأخرى (الفردية، العائلية، ...); وقد خلصوا إلى أن نمو القطاع غير الرسمي كان أسرع من ذلك الحاصل على مستوى القطاع الرسمي، كما أن الشركات التابعة للقطاع غير الرسمي، كان لها إسهام كبير في التنمية التي شهدتها الصين في السنوات الأخيرة. على سبيل المثال، وصل إجمالي إنتاج القطاع غير الرسمي في عام 1999 إلى 1.2 مليار دولار، في حين لم يتجاوز إنتاج القطاع الرسمي قيمة 400 مليون دولار<sup>2</sup>. يشير المؤلفون كذلك إلى أن مصادر التمويل لهذا النوع من الشركات هي أيضا ذات طبيعة غير رسمية، وبالمثل أنظمة الحوكمة داخل هذه الشركات.

#### أ. مصادر التمويل غير الرسمية

لا تزال المؤسسات التابعة للقطاع غير الرسمي تعتمد على دور العلاقات (القائمة على أساس السمعة) لتأمين التمويل الضروري خلال المراحل الأولى من تطورها. على سبيل المثال،

<sup>1</sup> La Porta. R, Lopez-de-Silanes. F, Schleifer. A, Vishny. R. (1998). Law and Finance, Journal of Political Economy, Vol. 106 ; Levine, R. (1999). Law, Finance and Economic Growth, Journal of Financial Intermediation, Vol. 8, n° 1-2.

<sup>2</sup> Allen, F., Qian, J. and Qian, M. (2005). *op. cit.*, p. 16.

نجد أنها تقتصر من رجال أعمال آخرين، من شركائها التجاريين، من عائلاتها. شركات أخرى تقتصر من وكالات الائتمان الخاصة. يمنح هؤلاء المقرضون تمويلاتهم بأسعار فائدة عالية جدا كما يطالبون المؤسسة المقترضة بضمانات معتبرة. يمكن لهذه الوكالات الدفع بالمؤسسات المقترضة إلى التصفية في حال عدم قدرتها على السداد. هذه القروض تشبه في بعض النواحي السندات الرديئة\* (junk bonds). لا تتطوي على عقود رسمية مكتوبة، ولكن غالبا ما ترتبط بقرارات تصفية فعلية. حتى بعد إنقضاء مراحل التنمية الصعبة الأولى، تبقى المؤسسات غير الرسمية محجمة عن اللجوء إلى التمويل من البنوك الكبيرة أو البنوك الحكومية. بدلا من ذلك، تشكل الشركات في هذا القطاع بشكل تدريجي نوعا من التحالفات بين المنتجين وتجار التجزئة، التي تمول بالتناوب نموها أو تقتصر من الشركات الأخرى التي تمكنت من تحقيق فائض في رأس المال.

#### ب. الهيكل المؤسسي غير الرسمي

إختار (2005) Allen *et al.* مناطق مثل (Wenzhou and Kunshan) كأمتلة عن المناطق التي شهدت نموا ملحوظا، والذي يعزى شق كبير منه إلى القطاع غير الرسمي. وعليه، بالنسبة لمقاطعة (Kunshan) مثلا، بين عامي 1997 و 2001، شهدت المنطقة تدفقات في FDI بقيمة 200 مليون دولار متأتية من 20 بلدا في المنطقة، ولا سيما من تايوان. ما هو ملحوظ في هذا النجاح، هو أنه على الرغم من ضعف وأحيانا غياب حقوق الملكية وإرتفاع المخاطر السياسية المحتملة، إلا أن المستثمرين لم يخفضوا من تمويلاتهم لهذه الشركات، وتواصل إمدادها عند الحاجة إلى ذلك. حقيقة أن معظم المستثمرين من تايوان يمكن أن يعطينا جزءا من الاجابة. في

\* هي سندات مضاربة سعر فائدتها مرتفع بشكل خاص بسبب احتمال تردد المصدر في الوفاء بالتزاماته، أي أنها عالية المخاطر. فهذه السندات دون تقييم أو تقتصر بتقييم أقل من الدرجة الفاصلة لفئة الاستثمار التي تمنحها وكالات التصنيف الائتماني.

الواقع، العديد من العائلات المقيمة في (Kunshan) لديها أقارب يعيشون في تايوان، ومن خلال عائلاتهم، يحصل المستثمرون من تايوان على المعلومات في ما يخص الفرص الاستثمارية في المنطقة. لقد فهم المستثمرون من تايوان أنه حتى لو لم تكن هنالك قوانين رسمية تحمي بشكل صريح مصالح المستثمرين، إلا أن المسؤولين المحليين في مقاطعة (Kunshan) لديهم مصلحة في استمرار النمو الاقتصادي للمنطقة عن طريق جذب FDI. إذ يرجح أن هذا الأمر من شأنه أن يعزز مركز هؤلاء المسؤولين السياسيين. ظاهرة أخرى تميز البيئة المؤسسية الصينية هي أن المستثمرين (ليكونوا فرضاً مستثمرين من تايوان إذا وصلنا اعتباراً مثال مقاطعة Kunshan) لا يقيمون في البلاد. هذا يعني أنه لا توجد رقابة على المقاولين أو رجال الأعمال (المستفيدين من القروض) من قبل المستثمرين (مانحي الأموال)، وبالتالي، هناك فصل تام بين الملكية والإدارة. في مقابل ذلك، ما يجعل من النظام يتمتع بالحيوية هو الهدف المشترك بين رجال الأعمال والمستثمرين، وهو توليد الأرباح ونجاح المشروع الاستثماري. تحت هذا الهدف المشترك وعلاقات طويلة الأمد، يمكن للترتيبات التعاقدية الضمنية والسمعة من أن تلعب دور آليات تحت الأطراف ذات المصالح المتضاربة في المشروع الاستثماري على السعي نحو تحقيق المهام المنوطة بهم. لما تكون الشركات في مراحلها الأولى من النمو، فإنها تتطور في بيئة غير مستقرة، وتواجه مخاطر عالية فضلاً عن شدة المنافسة من طرف الشركات الأخرى في القطاع. كانت هناك إستراتيجية متبعة من قبل المسؤولين السياسيين في المقاطعات، تمثلت في السماح بنوع من حرية التصرف لهذه المؤسسات الصاعدة، بدلاً من الإقفال عليها. يبدو أن هذه الاستراتيجية قد نجحت في تعزيز الابتكار وإيجاد فرص استثمارية جديدة<sup>1</sup>. من المرجح أن التأثيرات الإيجابية لمثل هذه

<sup>1</sup> Allen, F., Qian, J. and Qian, M. (2005). *op. cit.*, p. 31.

الاستراتيجية سوف تنعكس كذلك على المسؤولين السياسيين وغيرهم من المسؤولين الذين توجهوا نحو تخفيف سياساتهم بهدف عدم منع أو عرقلة صعود الشركات التي تنشط في مناطقهم.

### ج. أسس الهياكل غير الرسمية لحوكمة الشركات والتمويل في الصين

نأتي الآن إلى تعداد الأسباب التي تفسر قدرة مؤسسات القطاع غير الرسمي على النمو بشكل أسرع وبدرجة أكبر من مؤسسات القطاع الرسمي. أولاً، يتم تمويل هذه الشركات من مصادر تمويل غير رسمية، حتى لو كان بعضها شبيهاً بفنوات التمويل التقليدية (مثل القروض التجارية). ثانياً، تقوم آليات الحوكمة غير الرسمية على ترتيبات تعاقدية ضمنية، أهمية السمعة والمنافسة في الأسواق التي تجبر المؤسسات الناشطة على الابتكار حتى تتميز منتجاتها عن ما يعرضه المنافسون. نهاية، التقاسم الضمني والغير مباشر للمنافع مع المسؤولين السياسيين يشجعهم على التعاون ووضع سياسات جبائية وضريبية مواتية لتحفيز النمو في القطاع غير الرسمي.

لأجل فهم طريقة عمل واستدامة مصادر التمويل وآليات الحوكمة غير الرسمية في الحالة الصينية، نرجع إلى أعمال (Greif, 1993). إذ يذكر أنه خلال القرن XI، نشأت بعض التنظيمات التجارية بين التجار من المغرب العربي وتجار جنوة، وكانت هذه التنظيمات قادرة على التغلب على مشاكل عدم تماثل المعلومة، ضعف الهيكل القانوني وعدم احترام آليات تنفيذ العقود. كان ذلك عبر تطوير مؤسسات أخرى موازية تقوم على أساس السمعة، التحالفات وتنفيذ العقود الضمنية<sup>1</sup>. تتشابه بعض من جوانب نماذج النمو المذكورة أعلاه مع واقع الصين اليوم. علاوة على ذلك، يؤكد (Stulz and Williamson (2002) ; Greif (1994) على أهمية المعتقدات الثقافية

<sup>1</sup> Greif, A. (1993). Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade : The Maghribi Trader's Coalition, American Economic Review, Vol. 83, n°3, p. 526.

والدينية في تطوير المؤسسات<sup>1</sup>. في الواقع، في غياب سيطرة ديانة موحدة في الصين، يرى Allen *et al.* (2005) أن القوة الأكثر أهمية في تشكيل القيم الاجتماعية والمؤسسات في الصين هي مجموع المعتقدات التي وضعت وتشكلت على يد كونغ تسي\* (Kong Zi). تحدد هذه المعتقدات بوضوح القوانين الاجتماعية والأسرية، والتي تختلف عن المعتقدات الغربية.

#### 4.2. مقارنة بين التجربتين الكورية الجنوبية والصينية

تتمثل القواسم المشتركة بين تجربتي هذين البلدين في الدور الذي لعبته الدولة في توجيه الإصلاحات المالية، مواصلة سياسة الرقابة على رؤوس الأموال وانتهاج عملية تدريجية للتحرير المالي. في مقابل ذلك، يتمثل الفرق الأساسي بين التجربتين في أن كوريا تسرعت في تحرير نظامها المالي في وقت مبكر من سنوات التسعينات، الأمر الذي جعلها تتأثر بأزمة عام 1998، في حين أن الصين بقيت محمية منها.

تواصل تدخل الدولة، حتى في إطار رفع القيود الذي يفترض أن يترافق بانسحابها التدريجي. مثلت هذه العقبة من منظور التحرير المالي التقليدي في تلك الفترة من الزمن نوعاً من المقاومة لأيديولوجية إجماع واشنطن، المسؤولة عن تصميم العولمة المالية في صورتها الراهنة، والتي أقصت كل تدخل حكومي بحجة أنه لا يمكن إلا أن يضر بالتنمية الاقتصادية. بالإضافة إلى ذلك، الأمر الذي دفعنا إلى دراسة هاتين التجربتين (الكورية والصينية)، هو أن كلا البلدين قد ركز إصلاحاته على سياسة متدرجة (sequencing)، وهي المقاربة التي نسعى إلى التأكيد عليها

<sup>1</sup> Greif, A. (1994). Cultural Beliefs and the Organization of Society : A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies, *Journal of Political Economy*, Vol.102 (5), in Allen. F, Qian. J and Qian. M (2004). *op. cit.*, p. 32 ; Stulz. R and Williamson. R. (2003). Culture, Openness, and Finance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, n°3, p. 320.

\* فيلسوف صيني يلقب بنبي الصين، أطلق عليه اليسوعيون تسمية كونفوشيوس. ولد في عام 551 ق.م وتوفي عام 479 ق.م ، أقام مذهبا يتضمن كل التقاليد الصينية عن السلوك الاجتماعي والأخلاقي. تقوم فلسفته على القيم الأخلاقية الشخصية وعلى أن تكون هناك حكومة تخدم الشعب تطبيقاً لمثل أخلاقية عليا.

في هذا العمل. لقد إنتهت هاتان التجريتان إلى أمرين مختلفين. من حيث المبدأ، كانت فلسفة البلدين متماثلة في اختيار السياسة الاقتصادية، وهي رفض سياسة تحرير مالي راديكالية، والتي ينظر إليها على أنها مخلة بالتوازن وغير ملائمة لخصوصيات البلدان التي وجهت إليها. بخصوص الحالة الكورية، نجد أنها انتهجت عملية رفع للقيود المالية، وركزت على تعزيز قواعد الحيطة والإشراف المصرفي كضمان لمواجهة أية أزمات مالية معولمة. إلا أن التراخي والتخلي عن هذه القواعد جعل البلد معرضاً للأزمة.

في ما يخص الحالة الصينية، نجد أن الحكومة قد اعتمدت سياسة فرض ضوابط على رؤوس الأموال، لأجل جني المنافع المتأتية من الانفتاح. كما أنها أخذت دروساً من دول الجوار، أثناء قيام هذه الأخيرة بعملية رفع القيود المالية. إلا أن خصوصية التجربة الصينية تكمن في مكان آخر، في ما تطلق عليه النظرية الاقتصادية والمتخصصون تسمية "المفارقة الصينية". لقد أعطت أهمية الإطار المؤسسي غير الرسمي مصداقية لآراء المدرسة البنوية الجديدة. في الواقع، يعيب منظرو المدرسة البنوية الجديدة على نظرية التحرير بحسب McKinnon إغفالها دور القطاع غير الرسمي وأهميته في عملية التنمية في البلدان الناشئة كما ذكرنا من قبل. وقد وصف (Rodrik 2008) الوضع بقوله أن العيش في عالم من الدرجة الثانية يتطلب حلولاً من الدرجة الثانية<sup>1</sup>. وعليه، فإنه في غياب بنية تحتية مؤسسية متينة، كاحترام حقوق الملكية، سيادة القانون والسيطرة على الفساد. نجد أن حلولاً من الدرجة الثانية تفرض نفسها على الساحة. تتبع هذه الحلول من مفهوم رأس المال الاجتماعي الذي يحل محل بيئة مؤسسية مرجعية، وبالتالي يلعب دور ضمانات مؤسسية غير رسمية.

<sup>1</sup> Rodrik, D. (2008). Nations et mondialisation, La Découverte, Paris, p. 19.

## خلاصة الفصل

هدف هذا الفصل إلى دراسة مدى صحة العلاقة المحتملة بين التدفقات الدولية لرؤوس الأموال والأزمات المالية التي ضربت قسما من البلاد النامية خلال تسعينات القرن الماضي، فضلا عن عرضه للمثال الصيني الرائد في مجال التحرير المالي الذي يعتبر تجربة أصيلة يقتدى بها، ومحاولة الاستفادة منه بالنسبة للبلدان التي لا زالت في المراحل الأولى من التحرير المالي، طبعا مع الأخذ بعين الاعتبار لخصائص كل بلد والظروف التي تتم فيها عملية التحرير. حيث تعلمنا التجربة الصينية أساسا أنه في إمكان البلد النامي إعتقاد سياسة تحرير مالي مع الحفاظ على رقابة الدولة، وتحقيق منافع النمو المرجوة من دون الانقياد التام لما توصي به نظرية التحرير المالي كما أتى بها McKinnon and Shaw.

بعد عرض هذه التجربة الرائدة، نتساءل حول مدى تأثير سياسات التحرير المالي التي انتهجتها الجزائر منذ سنوات التسعينات في النمو الاقتصادي، وهل آتت أكلها أم أن هناك معوقات قد حالت دون حصول ذلك؟ هذا ما سنحاول الاجابة عليه في الفصل الموالي من هذا البحث.

## الفصل الرابع: دراسة قياسية لمحددات نمو الاقتصاد الجزائري في ظل الإصلاحات الاقتصادية

المبحث الأول: استراتيجية التنمية في الجزائر خلال فترة المخططات

المبحث الثاني: مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق

المبحث الثالث: النماذج والاختبارات القياسية المستخدمة في الدراسة

المبحث الرابع: الدراسة التطبيقية

## الفصل الرابع: دراسة قياسية لمحددات نمو الاقتصاد الجزائري في ظل الإصلاحات الاقتصادية

### تمهيد

دائما ما إعتبرت الجزائر أنه لا يمكن الحصول على إستقلال سياسي حقيقي إلا إذا كان هذا الأخير مدعوما بقوة من قبل إستقلال اقتصادي. وعليه، فإنه منذ غداة الاستقلال، شرعت الجزائر في صراعها مع التخلف الذي خلفه الاستعمار الفرنسي. يتأتى التوجه السياسي واختيار إستراتيجية التنمية من الأهداف الأساسية المتمثلة في تحقيق الاستقلال السياسي والاقتصادي على حد سواء، بناء مجتمع اشتراكي يقوم على أساس الملكية الجماعية لوسائل الانتاج التي تضمن تحقيق إعادة التوزيع العادلة لثمار التنمية. هذه الأهداف التي شكلت مصدر إلهام للثورة الجزائرية، تم الاعلان والتأكيد عليها في البيانات المختلفة للأمم. لغرض تحقيق هدفها في التنمية الاقتصادية، إختارت الجزائر منذ بداية السبعينات سياسة التخطيط كأداة مفضلة لتوجيه وإدارة اقتصادها.

خلال سنوات الثمانينات، إتجهت الجزائر نحو التنمية اللامركزية، ولقد شهدت هذه المرحلة العديد من الإصلاحات الاقتصادية. أما الفترة الممتدة من سنوات 1990 حتى الوقت الراهن، فقد عرفت تحولات عميقة في الاقتصاد الوطني، إذ تميزت هذه الفترة بالانتقال من نهج اقتصادي مخطط إلى تفعيل قوى السوق وذلك تحت رعاية المؤسسات المالية الدولية. يهدف هذا الفصل في المبحثين الأول والثاني منه إلى رسم صورة شاملة لأبرز المحطات التي شهدتها الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال وصولا إلى الوقت الراهن. في حين خصص المبحثان الثالث والرابع إلى عرض دراسة قياسية للاقتصاد الجزائري، في محاولة لرصد العلاقة المحتملة بين سياسات التحرير التي انتهجتها البلاد من جهة، والنمو الاقتصادي من ناحية أخرى.

## المبحث الأول: استراتيجية التنمية في الجزائر خلال فترة المخططات

اختارت الجزائر منذ الاستقلال التخطيط كسياسة استراتيجية لتحقيق الأهداف التنموية، وقد توضح ذلك جليا كما ذكرنا في كافة النصوص السياسية للأمة. على العموم، يمكن تقسيم فترة المخططات في الجزائر إلى مرحلتين. الأولى، إمتدت منذ فترة الاستقلال وحتى نهاية سنوات السبعينات. أما الثانية، فقد امتدت على عشرية الثمانينات، وهدفت المخططات في هذه الفترة إلى محاولة تدارك وتصحيح النقائص التي واجهتها المخططات السابقة، كما مهدت الطريق أمام تحول الجزائر من الاقتصاد المركزي إلى اقتصاد السوق.

### 1. الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1962-1979

أدت طبيعة وتتنوع المشكلات التي واجهتها الجزائر غداة الاستقلال، إلى جعل السلطات السياسية خلال أكثر من أربعة سنوات تركز جهودها على الاجراءات الفورية التي تسمح بضمان تحقيق التوجيه السياسي للبلاد واستمرارية عمل النشاط الاقتصادي. مثلت الفترة 1962-1966 بداية تشكل الشروط الاجتماعية-السياسية، الاقتصادية والمالية الضرورية لإنشاء قطاع عمومي وانطلاقة الجهود الأولى نحو التنمية. وعليه، فإن الاستراتيجية التنموية لم يتم تحديد معالمها بوضوح إلا في سنة 1967، التي كانت السنة الأولى في تنفيذ المخطط الثلاثي التجريبي (1967-1969).

#### 1.1. الإستراتيجية الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة 1962-1966

اعتبرت هذه المرحلة إنتقالية وصعبة بالنسبة للاقتصاد الجزائري الذي شهد عدة صعوبات في المجالات السياسية، الاقتصادية والاجتماعية. كما أنه تم في هذه المرحلة وضع الأسس الرامية إلى تبني الاشتراكية. كما تمت الإشارة إليه فوق، فخير الاشتراكية بدى جليا في العديد من النصوص الأساسية، إبتداء من مؤتمر الصومام 1956، إلى ميثاق طرابلس 1962، ميثاق الجزائر 1964، ثم الميثاق الوطني في عام 1976.

يتطلب الاقتصاد الاشتراكي تدخل الدولة من خلال التخطيط لتوجيه الاقتصاد، وتقرير طريقة استخدام الموارد التي تمتلكها الأمة في الاتجاه المطلوب لتحقيق أهداف التنمية المخطط لها. يرى<sup>1</sup> Bettelheim (1979) أن عملية التخطيط تتم في إطار اقتصاد اشتراكي أين تعود ملكية وسائل الانتاج بشكل جماعي للمجتمع، بحيث يتم تقديم المصلحة العامة (أهداف موضوعية) على المصلحة الخاصة، بعكس ما هو عليه الحال في اقتصاد السوق. وعليه، فإن عملية التخطيط تقوم بتحديد الأهداف المراد تحقيقها في مجال الانتاج والاستهلاك، هذا باعتبار القوانين الاقتصادية الموضوعية وخصائص التنمية الاجتماعية. على هذا الأساس، اختارت الجزائر نهج التخطيط باعتبارها الأداة الأنسب لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية. لذلك، توجب على الجزائر توفير الأرضية الملائمة لتطبيق نظام التخطيط، وأهمها التحكم في القوى الاقتصادية للبلاد، وقد نجحت في هذا المسعى عن طريق تأميم أراضي المعمرين في عام 1963، المناجم عام 1966. كما استرجعت الجزائر السيطرة على هيكلها النقدية والمالية، فكان إنشاء البنك المركزي الجزائري في الفاتح من جانفي عام 1963، إنشاء الدينار الجزائري في 10 أبريل 1964، وضع نظام للرقابة على الصرف مع دول منطقة الفرنك منذ 19 أكتوبر 1963، تأميم العديد من المصارف بين عامي 1966 و 1967؛ ثم إعادة التجميع في عام 1969 مع إنشاء البنك الوطني الجزائري Banque Nationale d'Algérie (BNA)، البنك الخارجي الجزائري Banque Extérieure d'Algérie (BEA) والقرض الشعبي الجزائري Crédit Populaire d'Algérie (CPA)، فضلا عن فرض الرقابة على التجارة الخارجية<sup>2</sup> (De Bernis (1971).

<sup>1</sup> Bettelheim, C. (1979). *op. cit.*, p. 9.

<sup>2</sup> De Bernis, G. D. (1971). Les Industries Industrialisantes et les Options Algériennes, Tiers monde, Tome 12, n° 47, p. 546.

## 2.1. الإستراتيجية الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة 1967-1979

تعتبر سنة 1967 بداية التطبيق الفعلي لنهج التخطيط كوسيلة لتحقيق التنمية في الجزائر. إذ لم يكن في إمكان الجزائر تطبيق هذا النظام من قبل بسبب صعوبة الفترة التي تلت الاستقلال. عرفت الجزائر خلال هذه الفترة ثلاثة مخططات هي: المخطط الثلاثي، المخطط الرباعي الأول والمخطط الرباعي الثاني، فضلا عن المرحلة التكميلية التي غطت الفترة بين عامي 1978 و 1979، وسنعرض في ما يلي اتجاهات هذه المخططات التنموية، بالإضافة إلى تحليل للنتائج التي تمخضت عنها.

### 1.2.1. اتجاهات المخططات التنموية خلال سنوات 1970

سنقوم في هذه الفقرة بالتطرق إلى تجربة المخططات في الجزائر، إنطلاقا من المخطط التجريبي في نهاية سنوات الستينات، وصولا إلى نهاية السبعينات.

#### أ. المخطط الثلاثي 1967-1969

يعتبر هذا المخطط أول خطة تنموية عرفت الجزائر بعد الاستقلال، وقد جاء في ظروف اقتصادية واجتماعية صعبة نظرا إلى شح الموارد المالية، وتدهور مستويات الانتاج الوطني نتيجة ضعف التحكم في الجهاز الانتاجي بسبب عدم توفر الإطارات ذات الكفاءة وارتفاع مستويات البطالة، (بن أشنهو، 1982)<sup>1</sup>. وعليه، فإن الأهداف التي كان يصبو إلى تحقيقها تمثلت بالأساس في خلق أكبر عدد ممكن من الوظائف في حدود الموارد المتاحة، فضلا عن زيادة حجم الصادرات وإشباع الحاجات الاستهلاكية بشكل يتحقق فيه إحلال الواردات مستقبلا<sup>2</sup> (Brahimi, 1991).

<sup>1</sup> بن أشنهو، عبد اللطيف. (1982). التجربة الجزائرية في التنمية والتخطيط 1962-1980، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون (الجزائر).  
<sup>2</sup> Brahimi, A. (1991). L'économie algérienne, OPU, Ben Aknoun (Alger), p. 41.

الجدول 1.4. حجم الاستثمارات في الجزائر، 1967-1979

الوحدة: (مليار دينار)

المرحلة التكميلية 1979-1978	المخطط الرباعي الثاني 1974- 1977		المخطط الرباعي الأول 1973-1970		المخطط الثلاثي 1969-1967	
	انجازات	أهداف	انجازات	أهداف	انجازات	
106	110.2	93.2	27.7	36.2	9.1	إجمالي الاستثمارات متضمنا الزراعة والصناعة
3.2	12	8.9	4	4.3	1.6	الزراعة
66	48	63.1	12.4	20.8	4.7	الصناعة

Source : Benissad, H. (1994). Algérie : Restructurations et Réformes Economiques (1979-1993), OPU, Ben Aknoun (Alger), p. 209. (author's translation).

على العموم، أعطيت الأولوية في هذا المخطط للصناعة على حساب الزراعة (أنظر

الجدول 1.4)، إذ كانت الدولة تهدف من وراء ذلك إلى النهوض بالجهاز الانتاجي الذي كان يعاني

الضعف والتبعية الاقتصادية .

ب. المخطط الرباعي الأول 1970-1973

أتى هذا المخطط للتأكيد على إختيارات المخطط الأول، ويتجلى ذلك من خلال أهدافه

الأساسية التي يمكن حصرها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- اعتماد مبدأ اللامركزية لأجل تحقيق التوازن الجهوي؛
- تعزيز وتطوير القاعدة المادية للاقتصاد الوطني؛
- تطوير الصناعات القائمة للنمو الاقتصادي كالصناعات الميكانيكية والكهربائية وغيرها.

<sup>1</sup> حسن بهلول، محمد بلقاسم. (1999). سياسة تخطيط التنمية وإعادة تنظيم مسارها في الجزائر، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون (الجزائر)، ص. 257.

تزامن هذا المخطط مع أحداث هامة من بينها عمليات تأميم المنشآت الأجنبية، وبخاصة البترولية منها في عام 1971، الأمر الذي مكن الجزائر من التحكم أكثر في مواردها؛ فضلا عن تطبيق التسيير الاشتراكي للمؤسسات.

علاوة على ذلك، اهتم هذا المخطط بتنمية المناطق الريفية، من حيث توزيع الاستثمارات. كما يلاحظ أنه تم رفع إجمالي الاستثمارات، فضلا عن زيادة الاهتمام بالقطاع الزراعي رغم الأولوية التي لا زال القطاع الصناعي يحتلها (أنظر الجدول 1.4).

### ج. المخطط الرباعي الثاني 1974-1977

سعى هذا المخطط إلى تعزيز المكتسبات المحققة، وبخاصة في المجال الصناعي، وبالإمكان تلخيص أهم اتجاهات هذا المخطط في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- تعزيز الاستقلال الاقتصادي وبناء إقتصاد إشتراكي عبر زيادة الانتاج وتوسيع التنمية بكامل التراب الوطني؛
- رفع إجمالي الناتج الداخلي عند حلول الآجال الحقيقية بنسبة 46% على الأقل أي بزيادة سرعتها 10% سنويا؛
- وضع نظام للأسعار وجدول وطني للأجور.

### د. المرحلة التكميلية 1978-1979

تعتبر هذه المرحلة إنتقالية، إذ هدفت بالأساس إلى القضاء على التأخر المسجل في مشاريع المخططات التي سبقتها. تميزت هذه المرحلة ببرامج استثمارية إتصفت ببعض الخصائص التي يمكن حصرها في النقاط التالية:

<sup>1</sup> الأمر 74-68 المؤرخ في 02 يونيو 1974 المتضمن للمخطط الرباعي الثاني، نقلا عن دراوسي، مسعود. (2005). السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي: حالة الجزائر: 1990-2004، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، ص. 343.

- بقاء نسبة كبيرة من الاستثمارات من المخطط السابق، والتي لم يكتمل إنجازها بعد؛
- تسجيل برامج استثمارية جديدة لتلبية المتطلبات الطارئة للتنمية؛
- تمت إعادة تقييم غالبية البرامج بسبب التغيرات التي شهدتها الأسعار في أعقاب الأزمة النفطية الثانية.

بشكل عام، تجدر الإشارة إلى أن الفترة الممتدة بين عامي 1967 و 1978، قد شهدت ارتفاعا في حجم الاستثمارات، إلا أن فعالية هذه الأخيرة بقيت دون التطلعات؛ فالإشكالية التي ظهرت خلال هذه الفترة، تمثلت بالأساس في سعي الحكومة إلى الحفاظ على إستقرار الناتج المحلي، وذلك عن طريق احتياطاتها المتأتية من المحروقات أو الاستدانة، أو اللجوء للأمرين معا. وعليه، فإن مرحلة الثمانينات حتمت على صناع القرار في الجزائر البحث عن سياسات بديلة أكثر صلابة لتعزيز التنمية مستقبلا.

## 2. الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1980-1989

شهدت سنوات السبعينات العديد من الاختلالات على الصعيدين الداخلي والخارجي، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الأداء الاقتصادي. وعليه، حتى يتم تصحيح هذا الوضع، تم إتباع سياسة اللامركزية للهيئات المكلفة بالإنجاز، وذلك لتسهيل عملية الرقابة على المشاريع وتلافي التأخر في إنجازها. على هذا الأساس، عرفت مرحلة الثمانينات بمرحلة التنمية اللامركزية التي شهدت تنفيذ مخططين هما: المخطط الخماسي الأول 1980-1984، والمخطط الخماسي الثاني 1985-1989، والذين سنعتمد إلى تقديم أهم الاتجاهات الاقتصادية لكل منهما في الفقرة الموالية.

## 1.2. المخطط الخماسي الأول 1980-1984

تمحورت الانشغالات الكبرى للمخطط الخماسي الأول حول النقاط التالية (دراوسي،

2005)<sup>1</sup>:

- تغطية جميع الاحتياجات في آفاق سنة 1990 بفضل التنمية المتواصلة؛
- توسيع وتنوع الإنتاج الوطني وتكييفه مع التطور في الاحتياجات العامة، وهذا لإقامة نشاطات اقتصادية متكاملة؛
- بناء سوق وطنية داخلية نشطة وقادرة على تعزيز الاستقلال الاقتصادي بهدف القضاء على التوترات الناشئة من المرحلة السابقة؛
- الحد من القيود الاقتصادية التي تعرقل حيوية التطور الاقتصادي، ومنه لا يمكن للاستقلال الاقتصادي أن يتقوى إلا بشرط التحكم في التجهيزات المستوردة بأسعار مرتفعة بالنسبة للاقتصاد وجعلها ملائمة لتطوير الطلب الداخلي وتوزيعه.
- ويمكن تلخيص توجهات هذه الفترة في الأهداف طويلة الأمد للتنمية الاقتصادية والاجتماعية خلال العشرية 1980-1989 في ما يلي:
- تواصل إستفادة القطاعات من ذات الدعم الذي حظيت به خلال فترة السبعينات؛
- تنظيم الاقتصاد وإعادة هيكلة المؤسسات واستقلاليتها بهدف تحسين فعاليتها الإنتاجية، أي التوجه نحو اللامركزية قصد تحقيق الأهداف المسطرة؛
- الاستخدام الأمثل للتجهيزات الصناعية المتوفرة؛
- تحقيق التكامل الشامل بين الفروع الصناعية من جهة، وبقية القطاعات من جهة أخرى؛

<sup>1</sup> التقرير العام للمخطط الخماسي الأول 1980-1984، وزارة التخطيط والتهيئة العمرانية، ص. 1-5، نقلا عن دراوسي، مسعود (2005). مرجع سابق، ص. 351.

- إنشاء المخططات الولائية والبلدية لتأطير النشاطات وتحقيق التوازن الجهوي؛
- إعطاء القطاع الخاص أهميته ودوره في المخطط.

## 2.2. المخطط الخماسي الثاني 1985-1989

يهدف هذا المخطط بشكل عام إلى تحقيق ما يلي (دراوسي، 2005)<sup>1</sup>:

- تعزيز الاستقلال الاقتصادي عبر التحكم في التوازنات المالية الخارجية؛
- تخفيض التكاليف وأجال إنجاز الاستثمارات في جميع القطاعات، والمراقبة الدائمة لشروط تعبئة القروض الخارجية؛
- تدعيم المكتسبات المحققة وبخاصة على صعيد تنظيم الاقتصاد والفعالية في تسيير المؤسسات، ولا مركزية الأنشطة والمسؤوليات؛
- الحفاظ على موارد البلاد غير القابلة للتجديد، نظرا لضخامة الاحتياجات الاقتصادية والاجتماعية المطلوب تلبيتها؛
- تلبية الاحتياجات الأساسية للسكان الذين يتزايد تعدادهم سنويا بوتيرة 3.2% ، مع مواصلة النمو بالنسبة للإنتاج والاستثمارات؛
- تحسين فعالية جهاز الإنتاج والتنمية المكثفة لكافة الطاقات البشرية والمادية المتوفرة والتوزيع التدريجي والأكثر إتزاناً لأعباء التنمية بين الدولة والأعوان الاقتصاديين.

فضلا عن ذلك، أدخلت عدة إجراءات تنظيمية على الجهاز المصرفي خلال فترة المخطط

الخماسي الثاني وذلك من خلال القانون رقم 86-12 الصادر في 19 أوت 1986 والمتعلق بنظام البنوك والقرض، الذي أدخل إصلاحا جذريا على المهنة المصرفية. وقد كان روح هذا القانون يسير في اتجاه إرساء المبادئ العامة والأسس الكلاسيكية للوظيفة البنكية. لقد جاء هذا القانون ليوحد

<sup>1</sup> تقرير عام للمخطط الخماسي الثاني 1985-1989، ص. 5، 8، نقلا عن دراوسي، مسعود. (2005). مرجع سابق، ص. 354، 355.

الإطار القانوني الذي يسير نشاط المؤسسات المالية مهما كانت طبيعتها القانونية. على العموم،

يمكن أن نعرض أهم الأفكار التي تضمنها هذا القانون في النقاط التالية (لطرش، 2003)<sup>1</sup>:

- إستعادة البنك المركزي لدوره كبنك للبنوك، إذ أصبح يتكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية، وإن كانت هذه المهام تبدو مقيدة في كثير من الأحيان؛

- وضع نظام بنكي يتألف من مستويين، وعليه، تم الفصل بين البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض وبين نشاطات المصارف التجارية؛

- إستعادت مؤسسات التمويل دورها داخل نظام التمويل عبر تعبئة الادخار وتوزيع القروض في إطار المخطط الوطني للقرض. إذ أنه بعد هذا القانون، أصبح في إمكان المصارف أن تتلقى الودائع مهما كان شكلها ومدتها، كما أصبح في إمكانها منح القروض دون تحديد لمدتها أو لشكلها. كما إستعادت حق متابعة القرض ورده؛

- تقليل دور الخزينة العمومية في نظام التمويل وتغيب مركزه الموارد المالية؛

- إنشاء هيئات رقابية على النظام المصرفي فضلا عن هيئات إستشارية أخرى.

تم في عام 1988، إصلاح جديد في مجال النقد والقرض، وقد أتى تماشيا مع القانون رقم

01-88 الصادر في 12 جانفي 1988 والمتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.

في هذا السياق، جاء القانون 06-88 الصادر في 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون 12-86.

إجمالاً، تمثل مضمون القانون في منح الاستقلالية للمصارف في إطار التنظيم الجديد للاقتصاد

والمؤسسات. وفي هذا الاطار، يمكننا عرض النقاط الرئيسية التي أتى بها هذا القانون في ما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> لطرش، الطاهر . (2003). تقنيات البنوك، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون (الجزائر)، ص. 194، 195.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص. 195.

- إعتبار البنك شخصية معنوية تجارية خاضعة لمبدأ الاستقلالية المالية والتوازن المحاسبي. هذا يعني أن نشاط المصرف أصبح يخضع إبتداء من هذا التاريخ، إلى قواعد التجارة، إذ يجب عليه العمل بمبدأ الربحية والمردودية؛

- السماح للمؤسسات المالية غير البنكية بالتوظيف المالي كإقتناء أسهم أو سندات صادرة عن مؤسسات تعمل داخل الوطن أو خارجه. كما يمكن للمصارف أيضا أن تلجأ للجمهور بغرض الاقتراض على المدى الطويل، فضلا عن إمكانية اللجوء إلى الديون الخارجية؛

- تعزيز دور البنك المركزي في تسيير السياسة النقدية.

### 3.2. النتائج الاقتصادية لفترة الثمانينات

برز خلال هذه الفترة، إختيار اللامركزية في إتخاذ القرارات. وقد تجسدت هذه التوجهات في جملة من الإصلاحات الاقتصادية، تمثلت أساسا في إصلاح أدوات التأطير الاقتصادي، وإعادة هيكلة المؤسسات العمومية التي تلتها إستقلالية هذه الأخيرة.

#### 1.3.2. إصلاح أدوات التأطير الاقتصادي

انقسم إصلاح أدوات التأطير إلى جملة إصلاحات فرعية، تمثلت بالأساس في:

##### أ. إصلاح سياسة التخطيط

تم ذلك عن طريق تدارك النقائص التي عرفت المخططات السابقة، وتمثلت هذه التعديلات

في ما يلي:

- تمديد فترة المخططات لتصبح خمس سنوات؛

- إعطاء الأولوية للمخططات الولائية في إطار سياسة التخطيط اللامركزي؛

- الاعتماد على المخططات السنوية.

## ب. إصلاح النظام الجبائي

تمثلت أبرز التعديلات التي أدخلت على النظام الجبائي خلال تلك الفترة في ما يلي:

- تبسيط قانون الضرائب وتطوير الآليات الجبائية والتنظيمية؛
- تعزيز الأنشطة الاقتصادية؛
- ضمان مردودية الجباية العادية، مع تخصيص الجباية البترولية نحو تمويل الاستثمارات المنتجة.

## ج. إصلاح القرض والبنك

شهد مجال النقد والقرض تطبيق عديد الاجراءات خلال سنوات الثمانينات، إذ نص المخطط الخماسي الأول على لا مركزية العمليات المصرفية من خلال إنشاء فروع للمصارف وتوسيع إنتشارها على التراب الوطني، فضلا عن تجنيد وتخصيص إدخار الأعوان الاقتصاديين نحو تمويل التنمية.

## د. إصلاح نظام الأسعار

شرع منذ عام 1982 في تطبيق نظام جديد للأسعار، والذي ركز على ما يلي:

- ربط الأسعار بتطور التكاليف؛
- تحديد قائمة المواد المدعمة سنويا؛
- تأخذ الدولة على عاتقها الفروق بين الأسعار الحقيقية والأسعار التي تم تحديدها مركزيا، إلا أن هذا النظام أدى إلى حدوث إختلالات، ولمعالجتها عمدت الدولة إلى إدخال بعض الإجراءات التصحيحية من خلال وضع قانون جديد، والمتمثل في القانون رقم 89-12.

## هـ. إصلاح سياسة التجارة الخارجية

لم تشهد سياسة التجارة الخارجية تغييرا منذ الاستقلال، حتى قانون 02-78 المتضمن لتأميم التجارة الخارجية بهدف حماية الاقتصاد الوطني، الرقابة على حركات رؤوس الأموال. على العموم، كان هناك احتكار للتجارة الخارجية من قبل الدولة، وهذا حتى عام 1990، مرحلة بداية تحرير التجارة الخارجية في الجزائر.

### 2.3.2. إعادة هيكلة المؤسسات العمومية

أدت السياسات المطبقة خلال فترة السبعينات من تخطيط وتسيير مركزي، إلى بروز العديد من الاختلالات التي جعلت البلاد في حالة اقتصادية صعبة، لذلك تقرر مع بداية عشرية الثمانينات إعادة تنظيم الاقتصاد، ومن أبرز التعديلات التي شهدتها هذه الفترة، إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسات؛ إذ اعتبر المخطط الخماسي الأول أن الحل لمشكلة المركزية البيروقراطية التي أصبحت تعرقل نشاط المؤسسة، يكمن في ضرورة إعادة هيكلة هذه الأخيرة. وتمثل الهدف من هذه السياسة في تعزيز فعالية المؤسسات وتوزيع الأنشطة بشكل متوازن على كامل تراب الوطن (حسن بهلول، 1993)<sup>1</sup>؛ فضلا عن تحسين ظروف سير الاقتصاد. على العموم، شهدت المؤسسة العمومية شكلان من إعادة الهيكلة هما:

#### أ. إعادة الهيكلة العضوية

أدى الحجم الكبير للمؤسسات العمومية إلى صعوبة تسييرها، وبالتالي ساد الاعتقاد بأن إعادة هيكلتها العضوية، أي تحويلها إلى مؤسسات عمومية صغيرة ومتوسطة الحجم قد يسهم في

<sup>1</sup> حسن بهلول، محمد بلقاسم. (1993). الجزائر بين الأزمة الاقتصادية والسياسية، مطبعة دحلب، الجزائر، ص. 46.

حل مثل هذه المشكلات. إذ أن أشكال التنظيم المطبقة على المؤسسات الوطنية أثبتت عدم ملائمتها نظرا لمركزية سلطة القرار وضخامة البرامج الاستثمارية<sup>1</sup> (Brahimi, 1991).

#### ب. إعادة الهيكلة المالية

تعني تلك الاجراءات التي تتخذها الدولة والمؤسسة على المستوى المالي، وكافة الأنشطة التي تقوم بها هذه الأخيرة بصفة دائمة لتجسيد استقلاليتها المالية، وتجنب اللجوء إلى إعانة الدولة.

#### 4.2. تطور المديونية الخارجية للجزائر خلال الفترة 1970-1989

نظرا لارتفاع قيمة الواردات الجزائرية بسبب التضخم والنمو السريع للطلب، فضلا عن ضغوطات التضخم العالمي التي مست المبادلات الدولية بخسائر كبيرة، خاصة بالنسبة للبلاد النامية. كل ذلك دفع بالدولة إلى طلب قروض خارجية لمواجهة نفقات التنمية خلال الفترة الممتدة بين عامي 1967 و 1979. بلغت المديونية الخارجية للجزائر في سنة 1974 ما قيمته 3305 مليون دولار أمريكي، وقد وصلت في عام 1978 إلى 12609 مليون دولار أمريكي، ثم 15330 مليون دولار في العام 1979 (أنظر الجدول 2.4).

#### الجدول 2.4. تطور المديونية الخارجية وخدمة الدين في الجزائر، 1970-1979

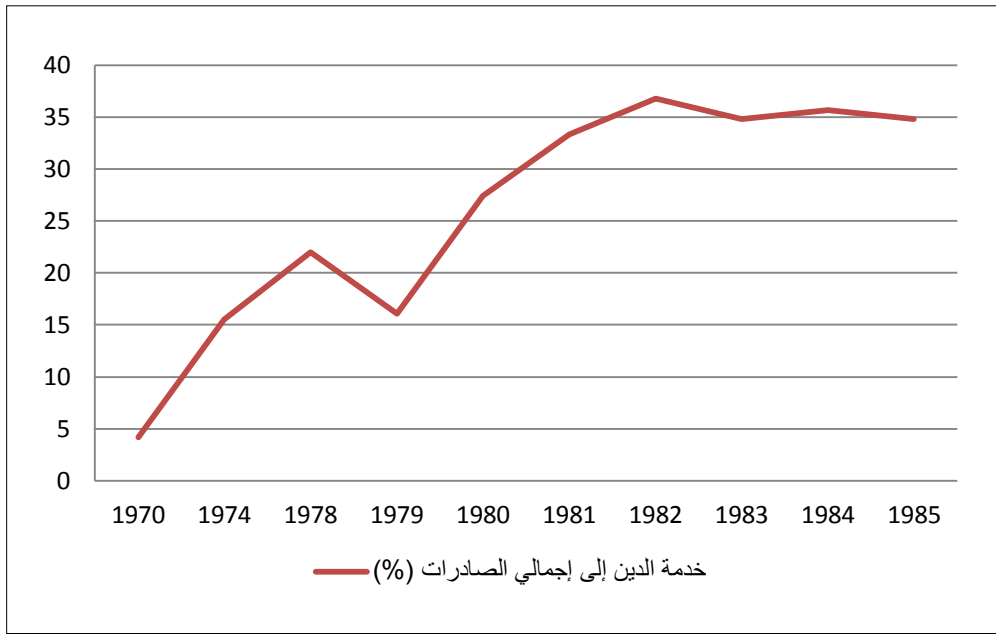
الوحدة: (ملايين الدولارات الأمريكية ونسب ومئوية %)

1979	1978	1974	1970	
15330	12609	3305	937	الديون الخارجية الجارية (المستعملة)
				نسبة مئوية من الديون الخارجية (%)
25	27	30	45	قرض المورد (%)
61	59	40	3	أسواق مالية (%)
12	12	30	50	قروض حكومية (%)
2	2	—	2	منظمات دولية (%)
1525	1454	710	42.6	مدفوعات خدمة الدين الخارجي
9484	6347	4784	1013	مداخيل الصادرات
16.1	22.0	15.5	4.2	نسبة خدمة الدين إلى مداخيل الصادرات (%)

Source : World Debt Table 1980, Vol. II, Rapport Banque Mondiale 1980, Rapport FMI du 25 février 1977, in Belhimer, B. (1998). La Dette Extérieure De l'Algérie : Une Analyse Critique des Politiques d'Emprunts et d'Ajustement, Casbah éditions, Alger, p. 43. (author's translation).

<sup>1</sup> Brahimi, A. (1991). *op. cit.*, p. 388.

يتضح من الجدول 2.4 أن المديونية الخارجية قد تضاعفت بـ 16 مرة بين عامي 1970 و 1979، في حين أن نسبة خدمة الدين إلى مداخل الصادرات قد شهدت بدورها إرتفاعا بين عامي 1970 و 1978، لتتراجع في ما بعد خلال العام 1979. إلا أنها أخذت منحى صعودي بين عامي 1980 و 1985، حيث انتقلت من 27.4% لتبلغ نسبة 34.8% (أنظر البيان 1.4)، عشية الأزمة النفطية الثانية التي زادت من حدة الأزمة التي تعيشها البلاد.



#### البيان 1.4. نسبة خدمة الدين إلى إجمالي الصادرات في الجزائر، 1970-1985

المصدر : الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات: Belhimer, A. (1998), *op. cit.*, p. 43

في سنة 1978، وجدت الجزائر نفسها أمام صعوبات كبيرة في ما يخص إمكانية حصولها على قروض جديدة، بالإضافة إلى انخفاض مداخل الصادرات بشكل معتبر نتيجة لتداعيات ما سمي بوفرة النفط (oil glut) في سنة 1986، إذ تراجع سعر برميل الخام إلى حدود العشرة دولارات. وكانت أمام الحكومة مسؤولية تلبية حاجيات الاقتصاد الوطني من جهة، وتسديد ما عليها من ديون وخدماتها من جهة أخرى. أمام هذا الوضع، وجدت الجزائر نفسها مجبرة على اللجوء إلى

المؤسسات المالية الدولية في عام 1988، الذي سجل بداية تحول في النهج الذي إتبعته الجزائر منذ عقود من الزمن، إذ إنطلقت البلاد في تنفيذ سياسات أكثر حزما وواقعية، بهدف الانتقال من الإقتصاد الموجه إلى إقتصاد السوق.

### المبحث الثاني: مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق

توجهت الجزائر بين عامي 1965 و 1979 نحو برنامج تصنيع سريع، مفضلة الصناعات القاعدية (الصناعات الثقيلة)، على حساب قطاع السلع الاستهلاكية، الأمر الذي أدى (فضلا عن ضغط الانفجار الديمغرافي) إلى تبعية غذائية قوية؛ ساعدت هذه الاستراتيجية في زيادة حجم الاستثمار، الذي حفز نمو إقتصاديا مستداما (7% في المتوسط سنويا بين عامي 1967-1979)، والذي ساعد في القضاء شبه التام على نقص التوظيف (sous-emploi) في المناطق الحضرية<sup>1</sup> (Benissad, 1997). أدت وفاة الرئيس بومدين في سنة 1978، إلى إحداث تغييرات في تشكيلة أصحاب القرار السياسيين داخل البلاد، فكان هناك تغيير جذري في تخصيص الموارد: تم تقييد الاستثمار في المجال الصناعي، وبالمقابل تم إعطاء الأولوية لتشجيع تسيير القدرات الانتاجية الموجودة، الزراعة، والبنى التحتية الاقتصادية والاجتماعية. على الرغم من تراجع معدل إجمالي الاستثمارات، بقي تمويل النمو الاقتصادي بالاعتماد على تحسن في الجباية البترولية قائما، إلى غاية الوفرة (الأزمة) النفطية لعام 1986 التي شكلت نقطة تحول بالنسبة للجزائر. تسببت هذه الصدمة بالإضافة إلى انخفاض قيمة الدولار (عملة تسوية الصادرات من النفط بالنسبة للجزائر) في تقليص قدرة البلد على الاستيراد وأغرقت الإقتصاد في ركود دائم. الشعب الذي تعود منذ الاستقلال على إرتفاع مستواه المعيشي المادي، وجد نفسه في مواجهة ظاهرة الركود الاقتصادي. أدى هذا الوضع الخانق إلى نشوء تحركات إحتجاجية اجتماعية-ثقافية (مظاهرات ذات طابع ثقافي

<sup>1</sup> Benissad, H. (1997). Le Plan d' Ajustement Structurel, Confluences, Automne 1997, p. 107.

أو اجتماعي في تيزي وزو، سطيف، قسنطينة، وغيرها)، مما دفع بالنظام إلى التشديد على مواقفه السياسية، وتحول نحو إصلاح طوعي محدود، مستعينا بقروض خارجية قصيرة الأجل؛ وبالتالي فإن الحكومة سعت إلى تحقيق ما يلي<sup>1</sup> (Benissad, 1997):

- تحجيم فاتورة الواردات من السلع الغذائية، المدخلات والمعدات (لكن ذلك زاد من تأجيج السخط الشعبي، ورفع من حدة الركود الاقتصادي والبطالة)؛
- الإنزلاق البطيء لسعر صرف الدينار منذ شهر أكتوبر من العام 1987؛
- الرغبة في ضبط سياسة الائتمان ولكن دون جدوى؛
- حل وتفكيك المناطق الزراعية الاشتراكية (domaines agricoles socialistes) في عام 1987؛
- إدخال مبدأ إستقلالية وتجارية المؤسسات العمومية في عام 1988، على أمل الرفع من مردوديتها المالية ووقف لجوئها المزمع للخزينة العمومية؛
- خفض النفقات على الحماية الاجتماعية وإدماج الموظفين والاستثمارات العامة.

مثل تنفيذ هذا التعديل الطوعي نقطة بداية التراجع التدريجي لدولة الرفاه (welfare state)؛ لقد أمسى "التحالف الاجتماعي" الضمني بين الشعب وصناع القرار السياسي موضع شك، مما فتح الباب على مصراعيه أمام عدم الاستقرار السياسي. أدى الانهيار الجديد في سعر البترول عام 1988، إلى مزيد من التخفيض في الواردات من المواد الغذائية الأساسية (السميد، الحليب، ...) حتى تتمكن الحكومة من سداد الدين الخارجي (الذي تمتص خدماته 78% من عائدات النقد الأجنبي). أدت الأزمة الاجتماعية الخانقة إلى حدوث أعمال شغب في أكتوبر من العام 1988.

<sup>1</sup> Ibid., p. 108.

## 1. من التردد إلى العلاج بالصدمة

بين حالات الشعب في عام 1988 ووقف أول إنتخابات برلمانية تعددية في جانفي من العام 1992، أبرمت الجزائر إثنين من الاتفاقيات مع صندوق النقد الدولي؛ إلا أن تطبيقهما لم يفلح في وضع حد للأزمة المالية والاجتماعية-الاقتصادية التي تعيشها البلاد.

### 1.1. اتفاق الاستعداد الائتماني الأول 1989

بدأ دور صندوق النقد الدولي يتنامى في توجيه الاقتصاد الجزائري في نهاية سنوات الثمانينات، خاصة بعد خطاب النوايا الذي أرسله وزير المالية الجزائري للمدير التنفيذي للصندوق في شهر مارس من العام 1989، والذي تعهدت فيه الحكومة الجزائرية على المضي في عملية اللامركزية الاقتصادية تدريجيا، وخلق المناخ الذي يمكن من إتخاذ القرارات على أساس المسؤولية المالية والربحية، والاعتماد على آليات الأسعار بما في ذلك سياسة سعر الصرف (بطاهر، 2004)<sup>1</sup>. فكان أول اتفاق استعداد ائتماني (accord stand-by) مع IMF في 31 ماي من العام 1989، تعرضت مشروطيته (conditionnalité) للسياسة النقدية التي ينتظر أن تكون أكثر صرامة، فضلا عن القضاء على عجز الموازنة، مواصلة تخفيض سعر صرف الدينار واعتماد قانون يفرض مرونة الأسعار. لم يظهر بأن هذه المشروطة "غير مريحة سياسيا"، خاصة وأنها لم تمس بعد الإطار المؤسسي الذي يتم على مستواه إتخاذ وتنفيذ القرارات الاقتصادية. إذن، فقد إنقادت الجزائر بسهولة: حيث أن الكتلة النقدية لا تنمو بأكثر من 7% سنويا، كما تم القضاء على عجز الموازنة، استمرار تخفيض سعر صرف الدينار، فضلا عن المصادقة على قانون في جويلية من العام 1989، ينص على تخفيف الرقابة على نظام الأسعار. أدت حرب الخليج إلى إبطاء

<sup>1</sup> بطاهر، علي. (2004). سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة الشلف، العدد. 1، السداسي. 2، ص. 182.

المفاوضات حول إتفاق إستعداد إئتماني جديد مع صندوق النقد الدولي، حيث أن الحكومة الجزائرية تشاركت مع منظمة أوبك (Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) في توقعاتها حول إمكانية أن أسعار البترول سوف ترتفع بشدة، وبالتالي أملت الجزائر التخفيف من القيد المالي الخارجي، من دون التعاون مع IMF. إلا أن هذه التوقعات لم تتحقق، حيث أن سعر البترول لم يشهد سوى إرتفاع طفيف ، قبل أن يستقر عند مستوى غير ملائم لتطلعات الحكومة. تسارعت وتيرة المفاوضات مع الصندوق خلال حرب الخليج، حيث قامت الجزائر بتنفيذ جملة إجراءات (تخفيض سريع لسعر صرف الدينار، تحرير بعض الأسعار، ...) قبل إبرام إتفاق (stand-by) الثاني المزمع تنفيذه في الثالث من شهر جوان 1991، والذي تزامن مع خروج حكومة "الإصلاحيين" برئاسة مولود حمروش من الحكم، وتصاعد حدة الأزمة السياسية في البلاد.

قبل المضي قدما في الحديث عن الإتفاق الثاني مع الصندوق، نجد أنه من الضروري تقديم عرض لأبرز الاصلاحات القانونية في الجزائر، والتي مست المصارف وحركات رؤوس الأموال مع الخارج في عام 1990.

## 2.1. التعديلات النقدية التي سبقت الإتفاق الثاني مع صندوق النقد الدولي

يعتبر القانون رقم 90-10 الصادر في 14 أفريل من العام 1990، والمتعلق بالنقد والقرض (loi sur la monnaie et le crédit) نصا تشريعيًا يظهر إعترافا حقيقيا بأهمية الدور الذي يجب أن يلعبه النظام المصرفي. بالإضافة إلى أخذه بأهم الأفكار التي جاء بها قانونا 1986 و 1988، إلا أنه أتى بأفكار جديدة، في ما يخص أداء النظام المصرفي وتنظيمه.

### 1.2.1. أهم الأفكار التي أتى بها قانون النقد والقرض

يمكن عرض أهم المبادئ التي أتى بها هذا القانون بنوع من الاختصار في النقاط التالية

(الطرش، 2003)<sup>1</sup>:

#### أ. الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية

خلال نظام التخطيط المركزي للاقتصاد، كانت القرارات النقدية تتخذ تبعا للقرارات الحقيقية،

أي تلك التي تتخذ على مستوى هيئة التخطيط. وعليه، لم تكن هناك أهداف نقدية بحتة، بقدر ما

كان الهدف الرئيس هو تعبئة الموارد الضرورية لتمويل البرامج المخططة.

تبنى قانون النقد والقرض مبدأ الفصل بين الدائرة الحقيقية والدائرة النقدية. هذا يعني أن

القرارات ذات الطابع النقدي لم تعد تتخذ على مستوى هيئة التخطيط، ولكن أصبحت تتخذ على

أساس أهداف نقدية تحددها السلطة النقدية ممثلة في شخص البنك المركزي. إن تبني هذا المبدأ

في القانون الجديد، يسمح بتحقيق جملة من الأهداف نلخصها في ما يأتي:

- إستعادة البنك المركزي لدوره في قمة هرم النظام المصرفي، ولمسؤولياته التقليدية المتمثلة أساسا

في تسيير السياسة النقدية؛

- إسترجاع الدينار لوظائفه التقليدية وتوحيد إستخداماته في الداخل بين الأعوان الاقتصاديين؛

- تنشيط السوق النقدي وتفعيل دور السياسة النقدية لضبط الاقتصاد؛

- منح القروض على أساس شروط غير تمييزية بين مؤسسات القطاعين العام والخاص؛

- إيجاد نوع من المرونة في تحديد سعر الفائدة من قبل المصارف.

<sup>1</sup> لطرش، الطاهر. (2003). مرجع سابق، ص. 196-199.

## ب. الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة الموازنة العامة

في نظام التخطيط، كانت الخزينة العامة تحصل على الموارد الضرورية لتمويل عجزها، وذلك باللجوء إلى الخلق النقدي الجديد. هذا الأمر أنشأ حالة من التداخل في صلاحيات كل من الخزينة والسلطة النقدية، فضلا عن خلقه تضاربا في أهداف الجهتين. لمواجهة هذا الأمر، إعتد قانون النقد والقرض مبدأ الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة الموازنة العامة (الخزينة)؛ إذ حد من سهولة إمكانية لجوء الخزينة إلى الإصدار النقدي. على العموم، يسمح هذا المبدأ بتحقيق الأهداف الآتية:

- إستقلال البنك المركزي عن الدور المتنامي للخزينة؛
- تقليص ديون الخزينة تجاه البنك المركزي، والعمل على تسديد ديونها السابقة؛
- الحد من الآثار السلبية للمالية العامة على التوازنات النقدية، بالأساس، الحفاظ على إستقرار المستوى العام للأسعار.

## ج. الفصل بين دائرة الموازنة العامة ودائرة القرض

في النظام السابق، كانت الخزينة العمومية تلعب دورا رئيسا في تمويل المشروعات المخطط لها، في حين إقتصر دور البنك المركزي على تسجيل عبور الأموال من الخزينة إلى المؤسسات. تنبه المشرع إلى هذا الغموض في نظام التمويل، لذلك عمد إلى إبعاد الخزينة عن منح القروض للاقتصاد، ليقتصر دورها على تمويل الاستثمارات الإستراتيجية المخطط لها من قبل الدولة. نجم عن تطبيق هذا المبدأ ما يلي:

- تناقص إلتزامات الخزينة العمومية في تمويل الاقتصاد؛
- إستعادة المصارف والمؤسسات المالية دورها التقليدي المتمثل في منح القروض للاقتصاد؛

- أصبح منح القروض غير خاضع لقواعد إدارية (مخططة سلفاً)، وإنما يقوم على أساس الجدوى الاقتصادية للمشروع.

#### د. التأسيس لسلطة نقدية وحيدة ومستقلة

في ما سبق، كانت السلطة النقدية مشتتة في مستويات عدة. إذ أن وزارة المالية كانت تتصرف كما لو أنها السلطة النقدية، والخزينة كذلك كانت تلجأ في أي وقت للبنك المركزي لتمويل إحتياجاتها، والبنك المركزي بطبيعة الحال يتصرف بكونه السلطة النقدية لاحتكاره حق إصدار النقود. جاء القانون الجديد، ليلغي هذا التشتت في مراكز السلطة النقدية. كان ذلك بإنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة، تمثلت في مجلس النقد والقرض<sup>1</sup> Conseil de la Monnaie et de Crédit (CMC). وجعل قانون النقد والقرض هذه السلطة النقدية:

- وحيدة ليضمن إنسجام السياسة النقدية وعدم تضارب أهدافها؛
- مستقلة حتى يضمن أن هذه السياسة تهدف إلى تحقيق الأهداف النقدية.

#### هـ. وضع نظام مصرفي على مستويين

كرس قانون النقد والقرض مبدأ إنشاء نظام مصرفي على مستويين. هذا يعني التمييز بين نشاط البنك المركزي كسلطة نقدية، والمصارف التجارية كمانحة للقروض. بموجب هذا الفصل أصبح البنك المركزي قادراً على توظيف مركزه كملجأ أخير للإقراض وذلك للتأثير على حجم القروض الذي تمنحه المصارف وفقاً لما تتطلبه الأهداف النقدية.

<sup>1</sup> المادتان 44 و 45 من القانون 90-10، والمتعلق بالنقد والقرض.

### 2.2.1. القوانين المنظمة لحركات رؤوس الأموال السابقة للاتفاق الثاني مع الصندوق

سنتطرق في هذه الفقرة إلى القواعد التي أتى بها قانون النقد والقرض، والتي تحكم تدفقات

رؤوس الأموال من وإلى الجزائر.

#### أ. الاستثمارات الجزائرية في الخارج

يسمح القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض للجزائريين بالاستثمار في الخارج. في

الواقع، يظهر ذلك جليا في نص المادة 187 من القانون المذكور كما يلي: "يرخص للمقيمين في

الجزائر بتحويل رؤوس الأموال إلى الخارج لتأمين تمويل نشاطات خارجية متممة لنشاطاتهم المتعلقة

بالسلع والخدمات في الجزائر. يحدد المجلس شروط تطبيق هذه المادة ويمنع الرخص وفقا لهذه

الشروط"<sup>1</sup>.

المقصود بالمقيم في المادة أعلاه، كل شخص طبيعي أو معنوي، جزائري أو أجنبي،

تتمركز أنشطته الاقتصادية في الجزائر منذ سنتين على الأقل. يتحدد التمرکز الأساسي للأنشطة

الاقتصادية بواقع أن 60% من رقم الأعمال يتحقق داخل البلد؛ أما بالنسبة للأشخاص الطبيعيين،

فيشترط أن تكون 60% من ذمتهم المالية ودخولهم متمركزة في الجزائر<sup>2</sup>.

وسعت الرؤية الجديدة لقانون النقد والقرض من قاعدة التراكم الممنوحة للمتعاملين

الاقتصاديين المقيمين، سواء كانوا تابعين للقطاع العام أو الخاص، وذلك من خلال منحهم إمكانية:

- توظيف مواردهم داخل أنظمة أجنبية لإنتاج السلع أو الخدمات في صورة استثمار مباشر، أو

في صورة مساهمات و/أو انشاء شركات تضامنية (joint-ventures)؛

<sup>1</sup> المادة 187 من القانون 90-10، والمتعلق بالنقد والقرض.

<sup>2</sup> Debboub, Y. (2000). Le Nouveau Mécanisme Economique en Algérie, OPU, Ben-Aknoun (Alger), p. 161.

- تنفيذ إستثمارات في المحفظة: توظيفات ذات عوائد أكيدة، توظيفات في أوراق مالية ذات عوائد ثابتة، أوراق مالية تضمن إسترجاع رأس المال المستثمر، توظيفات في صورة مضاربات عقارية في شركات إستثمار، توظيفات مضاربية بامتياز.

على أية حال، يبقى مفهوم النشاطات المتممة شديد الاتساع. حيث تعود لمجلس النقد والقرض كامل صلاحية تقرير إمكانية التحويل. زيادة على ذلك، تبقى مبالغ رؤوس الأموال المحولة فضلا عن طرق إلحاق رأس المال والفوائد، غير معرفة. هنا أيضا، نجد أن المجلس هو الذي يحدد هذه الشروط.

#### ب. الاستثمارات الأجنبية في الجزائر

يعود تنظيم مساهمة رأس المال الأجنبي في الاستثمارات المنجزة في الجزائر للقانون رقم 82-13 الصادر في 28 أوت 1982 والمتضمن لتأسيس وسير عمل المؤسسات الاقتصادية المختلطة<sup>1</sup> المعدل والمتمم بالقانون 86-13 الصادر في 19 أوت 1986، الهادف إلى إدخال بعض التعديلات التي من المرجح أن تجذب المستثمرين الأجانب.

في إطار الاتفاق، يقوم الشركاء بتوضيح هدفهم، مجال الاستثمار، مدة شركة الاقتصاد المختلط، إلتزامات وتعهدات الأطراف؛ بالنسبة للمؤسسات الاشتراكية، لا يمكن لنسبة المساهمة أن تقل عن 51%. بالنسبة للشريك الأجنبي، يتمثل دوره أساسا في ضمان نقل معارف، نقل الخبرة عبر تكوين المستخدمين الجزائريين، جلب التقنيات المتطورة، تمكين إنتفاع المؤسسات الاشتراكية من معرفة الأسواق الخارجية. في المقابل، يحظى الشريك الأجنبي بحق المشاركة في أجهزة التسيير، إتخاذ القرارات في ما يتعلق بتخصيص النتائج ورفع أو تخفيض رأس المال، في تحويل

<sup>1</sup> أتى القانون 82-13 بعد الأمر الصادر في عام 1966 والمتضمن لقانون الاستثمارات.

الأرباح، النواتج المتأتية من عمليات التنازل عن الأسهم، التعويضات في حالة التأميم، في الحصة القابلة للتحويل من مكافئات الموظفين الأجانب.

على الرغم من أن القوانين تسمح لرأس المال الأجنبي بالاستثمار في الجزائر، إلا أنها لم توضع في حقيقة الأمر لجذب المستثمرين. فالعوائق كثيرة كما يرى الشركاء: بداية، في ما يخص التشغيل (إستغلال وإستثمارات جديدة)، حيث أن مؤسسة الاقتصاد المختلط (société d'économie mixte) تم التعامل معها على أنها متعامل عمومي وبالتالي تتحمل كافة القواعد الموجودة: التسيير الاشتراكي للمؤسسات، التصريح الشامل للاستيراد، الوضعية العامة للعمال، وغيرها من القيود. إلى كل هذا، تضاف نسبة المساهمة الضعيفة للشريك الأجنبي (محدودة عند 49%) فضلا عن منع الشراكة مع القطاع الخاص الوطني. من ناحية أخرى، في حال إعادة الشراء أو التأميم، ينص القانون على اللجوء الحصري إلى الخبرة الوطنية؛ في حال رفع دعاوى، وحدها المحاكم الوطنية هي التي تمتلك حق الفصل في النزاعات، والعديد من العوامل التي ثبّطت تدفقات رأس المال الأجنبي.

أتى بعد هذا القانون، تشريع آخر هدف إلى رفع القيود حتى يشجع صيغ الشراكة في إطار المؤسسات المختلطة، فضلا عن جعل القوانين تتماشى والاستقلالية الممنوحة للمؤسسات الاقتصادية العمومية منذ عام 1988. في الواقع، سمح لغير المقيمين\* بتحويل رؤوس أموال إلى الجزائر بقصد تمويل أي نشاط اقتصادي ليس مخصصا صراحة للدولة أو للمؤسسات المنقرعة عنها أو لأي شخص معنوي مشار إليه صراحة بموجب نص قانوني. يحدد مجلس النقد والقرض،

\* المقصود بغير المقيمين، كل شخص طبيعي أو معنوي، جزائري أو أجنبي، تتمركز أعماله بالأساس خارج الجزائر منذ سنتين على الأقل، في بلد لديه علاقات دبلوماسية مع الجزائر. يتحدد تمركز النشاط الاقتصادي بنسبة 60%.

بموجب نظام يصدره، كيفية إجراء هذه التمويلات مع الأخذ بعين الاعتبار لحاجات الاقتصاد الوطني في المجالات التالية<sup>1</sup>:

- إنشاء مناصب عمل وترقية الشغل؛
- تحسين مستوى الاطارات والمستخدمين الجزائريين؛
- تحسين مستوى الإستيعاب التكنولوجي عن طريق الحصول على الوسائل التقنية والعلمية، والاستغلال الأمثل محليا لبراءات الاختراع والعلامات التجارية المسجلة والعلامات المحمية في الجزائر طبقا للاتفاقيات الدولية؛
- توازن سوق الصرف.

حتى يطمئن المستثمرون الأجانب المحتملون، إهتم المشرع بالتأكيد على أنه: "يمكن إعادة تحويل رؤوس الأموال والنتائج والمداخيل والفوائد وسواها من الأموال المتصلة بالتمويل المنصوص عليه في المادة 183 وتنمتع بالضمانات الملحوظة في الاتفاقيات الدولية التي وقعت عليها الجزائر. يحدد المجلس شروط اعادة ادخال الأموال ضمن النظام المنصوص عليه في المادة 183<sup>2</sup>".

### 1.2.3. الإصلاحات المصرفية في مجال الحيطة والحذر

تماشيا مع التحولات الدولية والتغير في المناخ الاقتصادي العالمي الذي أضحت الأزمات المتكررة ميزته الأساسية، قامت الجزائر بإصدار التعليمات رقم (74-94) بتاريخ 29 نوفمبر 1994، والتي حددت فيها معظم المعدلات المتعلقة بقواعد الحيطة والحذر وأهمها تلك المتعلقة بكفاية رأس المال. إذ فرضت التعليمات على المصارف الالتزام بنسبة ملاءة رأس المال التي حددتها لجنة بازل للرقابة المصرفية في اتفاقيتها الأولى (Basel I)، والمحددة بـ 8%، إذ تطبق هذه النسبة بشكل

<sup>1</sup> المادة 183 من القانون 90-10، والمتعلق بالنقد والقرض.

<sup>2</sup> المادة 184 من القانون 90-10، والمتعلق بالنقد والقرض.

تدريجياً تماشياً والمرحلة الانتقالية التي يشهدها الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق، وحدد آخر أجل لذلك مع نهاية ديسمبر من العام 1999<sup>1</sup>. وقد حددت المادة الخامسة من التعليمية (74-94) كيفية حساب رأس المال الخاص للمصرف في جزئه الأساسي (core capital)، في حين حددت المواد 6 و 7 من التعليمية ذاتها، العناصر التي تحتسب ضمن رأس المال التكميلي للمصرف (complementary capital)، أما المادة رقم 8 فقد بينت مجموع العناصر التي يتوفر فيها عنصر المخاطرة، ثم صنفتها المادة 11 وفق أوزان المخاطرة الخاصة سواء بالنسبة لعناصر الميزانية أو خارج الميزانية. أما في ما يخص اتفاقية بازل الثانية (Basel II)، فقد أصدر بنك الجزائر التنظيم رقم (03-02) بتاريخ 14 نوفمبر 2002، والذي يفرض على المصارف والمؤسسات المالية ضرورة تأسيس أنظمة للرقابة الداخلية، تساعد على مواجهة مختلف المخاطر الائتمانية، السوقية والتشغيلية تماشياً مع ما ورد في الاتفاق الجديد<sup>2</sup>.

بعد عرض لأهم الإصلاحات التي مست المصارف وحركات رؤوس الأموال، خاصة تلك التي أتى بها القانون 90-10. إتضح جلياً توجه الجزائر إلى مزيد من الانفتاح والإصلاح، والتخلي عن الممارسات السابقة. وعليه، لأجل دعم مسار التنمية، أبرمت الجزائر في الثالث من جوان 1991 إتفاق مع صندوق النقد الدولي.

### 3.1. اتفاق الاستعداد الائتماني الثاني 1991

مشروعية الصندوق تتقدم وتزداد صرامة، حيث أن الاتفاق الجديد ينص على ما يلي:  
تحرير التجارة الخارجية؛ رقابة كمية على القروض المصرفية (الموجهة لمؤسسات الدولة) مصحوبة بزيادة في معدل الفائدة؛ إعتقاد قانون بشأن النقد، يتضمن فضلا عن أمور أخرى، تمويلا محافظا (financement orthodoxe) للاقتصاد؛ تراجع (dépréciation) كبير في سعر صرف الدينار قبل

<sup>1</sup> المادة 3 من التعليمية 74-94، والمتضمنة لقواعد الحيلة والحذر.

<sup>2</sup> سليمان، ناصر. (2006). النظام المصرفي الجزائري واتفاقيات بازل، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد. 6، ص. 155.

31 مارس 1991، يتبع في الصيف، إما بتخفيض (dévaluation) كبير، أو إنشاء سوق حرة للعملات؛ رفع القيود عن السلع والخدمات على نطاق واسع، إلى جانب فرض ضوابط على الأجور؛ إصلاح النظام الضريبي والجمركي (تحت إشراف البنك الدولي).

على الرغم من عدم الاستقرار السياسي (تأجيل موعد الانتخابات التشريعية، وقف العملية الانتخابية في جانفي 1992، إستقالة رئيس الحكومة، وضع رئاسة جماعية من قبل مجلس حكومي سامي تحت سلطة محمد بوضياف، تزايد العنف السياسي، ...) ، إلا أنه تم الحرص على تنفيذ هذا البرنامج. في الواقع، صدر مرسوم في فيفري 1991، تم بموجبه تحرير التجارة الخارجية، في حين أنشأ بنك الجزائر التحويل التجاري للدينار؛ إلا أن هذه القرارات بقيت "مثالية" إلى حد بعيد. نتيجة نقص الموارد من العملات، تم رفع تكلفة التمويل بالإضافة إلى التقييد الكمي للقروض الموجهة للقطاع الحكومي، إلا أن ذلك بقي دون تأثير يذكر. بلغ سعر الدولار 18.5 دينار في شهر مارس، إنتقل هذا السعر إلى 22 دينار عقب تخفيض تم في سبتمبر 1991؛ ثم بقي مستقرا بعد ذلك إلى غاية ربيع عام 1994. إمتد نظام الأسعار الحرة ليشمل عددا أكبر من المنتجات. تلقت أسعار المواد الأساسية، النقل ومنتجات الطاقة، زيادات حادة (عبر تخفيض جزئي للدعم). للحد من التكاليف الانسانية لهذه السياسة، تم إنشاء شبكة اجتماعية، عن طريق تخفيض الضرائب المفروضة على الرواتب المنخفضة، وتقديم إعانات للأسر المعدومة، وغيرها من الاجراءات. تم تطبيق هذه الشبكة الاجتماعية في عام 1991 من قبل الدوائر التي تديرها أحزاب سياسية جديدة ضحت بقواعد العدالة في التوزيع لصالح أغراضها السياسية. وعليه فإن هذه الشبكة ما لبثت إلا وتعرضت للنقد. تم تمويل هذه التدابير الاقتصادية الكلية عن طريق العديد من القروض الثنائية، إعادة تمويل (reprofilage) الدين المصرفي، وقرض من البنك الدولي (الذي يكمل مشروطة صندوق النقد الدولي).

طالب البنك الدولي في المقام الأول بإجراء تدقيق شمل إثنين وعشرين مؤسسة حكومية ضخمة (التابعة في معظمها لقطاع الصناعات الثقيلة) والمصارف التجارية، كان المقصود من هذه الإجراءات هو التحضير لإعادة الهيكلة في وقت لاحق: خصخصة الشركات المستهلكة لقدر كبير من الموارد (يد عاملة، عملات أجنبية، ...)، فضلا عن سن نصوص قانونية تعرض المؤسسات الحكومية إلى التفكيك وحتى الإفلاس، ونفس الأمر يطبق على مؤسسات القطاع الخاص وهذا لتحسين تدفق رأس المال على مستوى الأسواق المختلفة؛ لم يتم تحقيق هذه المتطلبات حتى عام 1993، الوقت الذي إعتمدت فيه الجزائر قانون الاستثمار الذي يعتبر ذو توجه ليبرالي\*، إلا أنه بقي غير جاذب للاستثمارات (خارج قطاع المحروقات) بسبب الأزمة السياسية والركود الاقتصادي. كما طالب البنك الدولي بتحرير قطاع التأمينات؛ الأمر الذي تم في عام 1995. مع نهاية إتفاق الاستعداد الائتماني الثاني، طلبت الجزائر من الصندوق ترتيبا جديدا على المدى المتوسط يكون في صيغة اتفاق (stand-by)، لكن يكون على فترة أقصر، بسبب "عدم وضوح الرؤية السياسية" في البلاد. إلا أنه تم إلغاء هذا الإتفاق بسبب الاضطرابات السياسية: إغتيال الرئيس بوضياف (الذي اعتبر مكسبا للسياسات الاقتصادية الليبرالية)، وإنتقال المجلس الأعلى للدولة (Haut Comité d'Etat) إلى السيد علي كافي، الذي كان يرى بأن اقتصاد السوق هو السبب الرئيس في إفقار المجتمع. وأكلت لهذه الهيئة مهمة تشكيل حكومة للسيد بلعيد عبد السلام، الذي قام بقطع جميع المفاوضات مع صندوق النقد الدولي، وانتقد الإصلاحات الاقتصادية السابقة، وأعاد التطبيق الفعلي لتبعية مؤسسة الإصدار إلى الخزينة العمومية لتمويل التوسع في الانفاق العام وعجز الموازنة، كما أعاد سيطرة وزارة الاقتصاد على الواردات. أدى الشح في رؤوس الأموال الأجنبية وإنخفاض أسعار البترول إلى توقف الجزائر عن سداد مدفوعاتها في نهاية سنة 1993. حتى قبل أن يتسع نطاق هذا

\* جاء المرسوم التشريعي رقم 93-12 الصادر في 5 أكتوبر 1993 والمتعلق بترقية الاستثمار، موافقا للإصلاحات الاقتصادية، وهدف بالأساس إلى تحرير الاقتصاد الجزائري، وتشجيع استثمار القطاع الخاص عموما والاستثمار الأجنبي المباشر على وجه الخصوص.

الحدث، جاء السيد رضا مالك خلفا للسيد عبد السلام في رئاسة الحكومة، في وقت كانت الجزائر تتفاوض فيه (تحت ظروف غير مواتية) حول إتفاق (stand-by) ثالث مع صندوق النقد الدولي<sup>1</sup>.

#### 4.1. اتفاق الاستعداد الائتماني الثالث 1994

أكد هذا التسهيل الذي مدته سنة واحدة والذي ترافق بعمليات إعادة جدولة (rééchelonnement)، على إنتصار التوجه النقدي (monétarisme)، وقد تضمن أربعة إجراءات أساسية<sup>2</sup>:

- على مستوى الأسعار، تم الاحتفاظ بمبدأ رفع القيود المعمم، بما في ذلك المواد الأساسية المستوردة. في الواقع، سجلت هذه الأخيرة إرتفاعات قوية بسبب انخفاض قيمة الدينار وتخفيض الدعم. حركة مماثلة مست أسعار منتجات الطاقة والمياه الصالحة للشرب؛
- على مستوى سعر الصرف، تلقى الدينار تخفيضا بنسبة 50% قبل أن يستأنف إنزلاقه؛ بالإضافة إلى ذلك، سعى بنك الجزائر إلى التخلي عن التنظيم الإداري لسعر الصرف، وإنشاء بيع دوري للعملة في المزاد بدلا من ذلك؛
- تحرير التجارة الخارجية، في ديسمبر 1994، تم تقريبا إلغاء كافة القيود الكمية المفروضة على الواردات والصادرات، إقترن هذا الاجراء مع تحويل تجاري فعلي للدينار. وعليه، فقد شرعت الجزائر في التراجع عن الحمائية التقليدية لكي تشارك أكثر في عملية العولمة؛
- التحكم في التدفقات النقدية باستخدام الزيادات في سعر الفائدة، الضوابط الكمية على حجم الائتمان الموجه للاقتصاد. أصبحت معالجة إختلال الميزانية خلال 1992-1993 الهدف الرئيس للسياسة الاقتصادية، ولتحقيق ذلك، إعتمدت الحكومة على زيادة الضرائب وخفض الانفاق العام. نظرا للوزن الذي تحتله الرعاية الحكومية لمؤسسات القطاع العام، نجد أن IMF يصر على ضرورة

<sup>1</sup> Benissad, H. (1997). Le Plan d'Ajustement Structurel, *op. cit.*, pp. 110, 111.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 111.

إعادة الهيكلة-الخصخصة لهذه المؤسسات التي تمثل 75% من إنتاج القطاع الصناعي خارج المحروقات.

بعد تنفيذ هذا البرنامج الاقتصادي، دون أن يتم التوصل إلى حل للتوترات المالية الخارجية والمشكلات المالية المحلية، لجأت الجزائر من جديد إلى صندوق النقد الدولي، فكان إتفاق جديد على ثلاث سنوات.

### 5.1. برنامج التصحيح الهيكلي 1995-1998

هدف هذا الاتفاق الذي ترافق بإعادة جدولة تجاه ناديي باريس ولندن، إلى مواصلة سياسة الاستقرار والاهتمام بالمشكلات الهيكلية للنظام الانتاجي، وفقا لأحكام وشروط التصحيح القطاعي (أين كان دور البنك الدولي بالغ الأهمية).

أتى برنامج إلغاء القيود التام عن الأسعار (مدعوما بتجميد عنيف للأجور)، في إطار تشريعات حول رفع الاحتكار عن الأنشطة الانتاجية (باستثناء بعض الفروع التي تعتبر إستراتيجية، مثل إنتاج وتوزيع الكهرباء). بالموازاة مع تقنين قواعد المنافسة، تم تقريبا إلغاء الدعم عن أسعار المنتجات الغذائية ومنتجات الطاقة؛ كما تم تصحيح أسعار إيجارات السكنات الاجتماعية في كثير من الأحيان نحو الارتفاع، حتى تصل إلى مستواها الاقتصادي. أخيرا، تم إصدار تعليمة من بنك الجزائر تنص على تحرير أسعار الفائدة في الوقت الذي كانت تفرض فيه قيود صارمة على توزيع الائتمان، والتي تزامنت مع تأخر وحتى التوقف عن دفع الأجور في بعض المؤسسات العمومية.

في ما يتعلق بسعر الصرف، تم منذ عام 1995، ترك مسألة تحديد سعر الصرف للسوق (الفوري والآجل). في مجال المالية العامة، بعد القضاء على عجز الموازنة من جديد، عمدت الحكومة في عام 1996 إلى تشكيل مدخرات عامة، إدخار إجباري لأجل تقليص مديونية الخزينة العمومية تجاه النظام المصرفي. تم تحقيق هذه المدخرات بفضل الإلغاء شبه التام لدعم الأسعار،

تخفيض في الانفاق العام، تجميد التوظيفات في الوظيفة العمومية، تعزيز الضرائب المفروضة على الأسر، الارتفاع في الجباية البترولية. هدفت التدابير الهيكلية بالأساس إلى إصلاح النظام الانتاجي لجعله أكثر ديناميكية ولتحفيز إنجاز الاستثمارات المنتجة. أما بالنسبة للتجارة، فقد شرعت الجزائر بالتفكير جدياً في الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة في شهر فيفري من العام 1996، حيث تقدمت الجزائر رسمياً في 5 جوان 1996، بمذكرة تطلب فيها الانضمام للمنظمة، إلا أن إنضمام الجزائر لهذه الأخيرة لم يتم حتى الوقت الراهن. على العموم، من بين التدابير الهيكلية التي تمت خلال الفترة 1995-1998، نذكر ما يلي<sup>1</sup>:

- إعادة هيكلة المؤسسات الحكومية وخصخصة البعض منها، فضلاً عن إعادة تأهيل النظام المصرفي. في هذا الصدد، تم سن أمر في سبتمبر من العام 1995 يذكر الفروع التي من المحتمل أن تفتح أمام الخصخصة؛
- إنشاء سوق مالي بهدف تسهيل برامج إعادة الهيكلة-الخصخصة للمؤسسات العمومية، وتشجيع كفاءة النظام الانتاجي وتعزيز الاستثمار. في إطار هذه النظرة، تم وضع العديد من النصوص التشريعية لتنمية الادخار (إنشاء بورصة للقيم المنقولة، هيئات التوظيف المشترك للقيم المنقولة،...؛
- إنشاء شركة لتأمين وضمان التصدير بهدف دعم عملية تنويع الصادرات نحو الخارج (خارج المحروقات) والسماح في نهاية المطاف بجعل الاقتصاد أكثر مقاومة للصدمات الخارجية؛
- إدخال أساليب تمويل جديدة تتلائم واقتصاد السوق (الضمانة أو سند الخزينة warrant ، القرض الايجاري leasing ، الفوترة factoring ،...).

<sup>1</sup> Ibid., pp. 112, 113.

### 1.5.1. تقييم نتائج برنامج التصحيح الهيكلي في الجزائر

هدف برنامج التصحيح الهيكلي بالأساس إلى ضمان تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية، وإعداد الظروف لإعادة بعث النمو الاقتصادي. من حيث النتائج الكمية، نجد أن الموازنة الحكومية التي قدمت للنقاش أمام البرلمان تم التأكيد فيها على أن الاقتصاد الجزائري قد حقق معدل نمو قدره 4% في عام 1996، وهو مماثل للعام الذي سبقه، في حين شهدت السنوات 1993 و 1994 معدلات سالبة. هذا النمو هو نتاج قطاعين: المحروقات والزراعة، الشيء الذي دفع بالمعلقين على موازنة الحكومة للقول بأن النمو المحقق في العام 1996، كان نتاج متغيرين خارجيين هما النفط والأمطار.

تمثل الفخر الآخر لهذه الميزانية، في تقليص خدمة المديونية الخارجية إلى مستوى 32% خلال العام 1996، في حين كان من المتوقع أن تكون نسبتها 42%. في ما يتعلق بالتضخم، لا تبدو النتائج مهمة، لأن المعدل قدر بـ 16.5% وهو أبعد من المعدل الذي كان مبرمجا (10.5%)، لكن الموازنة تعتبره نجاحا مقارنة مع العام 1995، الذي شهد معدل تضخم قدره 29%. أما مؤشر الأداء الذي حضي بالتقييم الأكبر للحكومة، فهو تطور حجم احتياطات الصرف الذي إنتقل من 2 مليار دولار في العام 1995، إلى أكثر من 4 مليارات من الدولارات في العام 1996. أما في ما يخص توازن الخزينة فقد تم تخفيض العجز من 8.7% خلال 1993، إلى أقل من 1% في 1996، وهو ما تجاوز حتى توقعات صندوق النقد الدولي في هذا الشأن.

على العموم، ترجمت مؤشرات كبريات التوازنات الاقتصادية الكلية تحسنا واضحا في صحة الاقتصاد الجزائري، كما كان مسطرا في برنامج التعديل. لكن هذه الانجازات بقيت عاجزة عن إخفاء الأزمة الاقتصادية العميقة التي تميزت بارتفاع في معدلات البطالة، إقبال العديد من المؤسسات، وانخفاض في القدرة الشرائية للسواد الأعظم من المواطنين. وقد خلص خبراء في

صندوق النقد الدولي، في دراسة تقييمية لبرامج التصحيح الهيكلي التي نفذت خلال سنوات 1990، إلى أنه إذا كانت النتائج الاقتصادية الكلية مرضية بوجه عام، فإن النتائج المحققة على الصعيد الداخلي (الاجتماعي) كانت أقل إثارة للإعجاب. نتيجة لذلك، فإن برنامج التعديل الهيكلي بالرغم من أهميته، إلا أنه لا يمكنه تعويض برنامج تنموي<sup>1</sup> (Schandler, 1996).

## 6.1. البرامج التنموية في الجزائر منذ مطلع سنوات 2000: الوقائع والآفاق

أدت عودة الانتعاش لأسواق الطاقة إبتداء من الثلث الأخير من عام 1999، إلى إعادة بعث الحياة من جديد في الاقتصاد الجزائري، فقد عادت الإيرادات النفطية للارتفاع، مما زاد في حجم الإنفاق العام وكان ذلك في إطار برنامج دعم النمو الاقتصادي Programme de Soutien à la Croissance Economique (PSCE)، إذ ارتفعت نسبة الإنفاق العام إلى إجمالي الناتج المحلي من 28.31% في سنة 2000 إلى قرابة 34.87% خلال 2003\*. كما وقعت الجزائر إتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي في 22 أبريل من العام 2002، إذ وافق الاتحاد على منح الجزائر 140 مليون يورو لتغطية الفترة 2002-2004، في إطار برنامج (MEDA II)، لتمويل المشاريع المدرجة في إطار الإصلاحات الاقتصادية؛ كقطاع النقل، التربية والبيئة<sup>2</sup>. تلى برنامج دعم النمو برنامج آخر تكميلي يغطي الفترة 2004-2009، وقد حظي هذا الأخير، بظرف مالي قدره 60 مليار دولار، وتركز حول المحاور التالية: تحسين ظروف المعيشة، تطوير البنية التحتية، دعم التنمية الاقتصادية، تحديث الخدمات العامة وتطوير تكنولوجيات الاتصال الحديثة.

<sup>1</sup> Schandler, S. (1996). How Successful are IMF-Supported Adjustment Programs ?, Finance and Development, Vol. 33, n° 2.

\* خلال هذه الفترة، عرف القانون رقم (90-10) المتعلق بالنقد والقرض، تعديلين اثنين: الأول من خلال الأمر (01-01) الصادر في فيفري 2001، وكان تعديلا محدودا ميز بين مجلس إدارة بنك الجزائر ومجلس النقد والقرض باعتباره سلطة نقدية. أما التعديل الثاني، فجاء بموجب الأمر (03-11) الصادر في أوت 2003، والذي حدد بوضوح طبيعة العلاقة بين بنك الجزائر والحكومة، ولعل ذلك يعود إلى التساؤلات التي أثارت حول مدى نجاعة الرقابة المصرفية التي يمارسها بنك الجزائر، خاصة في أعقاب حالات الإفلاس التي شهدتها العديد من المصارف الخاصة في بداية سنوات 2000.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie. (2001). Media BANK, publication Bimestrielle, n° 56, octobre/novembre, p. 30.

عموما، شهدت سنوات 2000، تحسنا في المؤشرات الاقتصادية الكلية (أنظر الجدول 3.4)، حيث تم تحقيق متوسط نمو قدره 3.6%، كما أن معدلات البطالة والتضخم قد عرفت إتجاها هبوطيا بشكل عام. بالإضافة إلى تحسن في وتيرة سداد المديونية الخارجية، إذ أن حجم الدين الخارجي قد تراجع بنسبة تقارب 85% خلال الفترة 1999-2009.

الجدول 3.4. أبرز المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري، 1999-2009

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
معدل النمو (%)	3.20	2.20	2.60	4.70	6.90	5.10	5.10	2.00	3.00	2.40	2.40
معدل البطالة (%)	29.20	29.50	27.30	25.9	23.71	17.70	15.26	12.30	11.84	11.30	10.53
معدل التضخم (%)	2.64	0.33	4.22	1.41	2.58	3.56	1.64	1.80	4.60	4.86	5.73
المديونية الخارجية (مليون دولار أمريكي)	25897	23342	20855	21397	22411	21113	16357	5140	5145	4708	3998

المصدر: الجدول من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات منظمة الأونكتاد.

تشرع حاليا الحكومة الجزائرية في تطبيق برنامج الاستثمار العمومي (Programme d'Investissement Public) والذي يغطي الفترة 2010-2014، وقد تأثر هذا البرنامج بالمناخ الدولي الذي تميز خلال العام 2009، بتعميق في حدة الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، والتي تحولت إلى أزمة سيولة، ركود في الاقتصاديات المتقدمة، وتباطؤ في نمو الاقتصاديات الناشئة والنامية. هذا الوضع إنعكس بالسلب على الاقتصاد الوطني، في ما يتعلق بعوائد الصادرات والإيرادات العامة. فقد تراجعت عوائد الجباية البترولية بنسبة 42.5%، حيث إنتقلت من 77.256 مليار دولار في 2008 إلى 44.399 مليار دولار خلال العام 2009. بالرغم من هذا الظرف الصعب، بقي الاقتصاد الجزائري محافظا على توازناته، فلقد عرف الثلاثي الأول من العام 2010 إنتعاشا في سوق النفط، إذ وصل سعر الخام الجزائري إلى 76.43 دولار للبرميل مقابل 45.6 دولار للبرميل في المتوسط خلال الثلاثي الأول من العام 2009. ترجم هذا الوضع بتحسن بنسبة 37% في رقم الأعمال المتأتي من قطاع المحروقات، وكنتيجة لهذا التطور نمت نواتج الجباية البترولية بمعدل 17%.

سجلت تدفقات الواردات، معبرا عنها بالدولار الجاري تراجعاً بنسبة 7% خلال الثلاثي الأول من العام 2010، مقارنة مع الثلاثي الأول من العام 2009. قدرت احتياطات الصرف في نهاية أفريل من العام 2010 بما يزيد عن 147 مليار دولار، أما معدلات التضخم فقد إستقرت في المتوسط عند مستوى 4.32% خلال الثلاثي الأول من العام 2010، في مقابل 5.73% في المتوسط خلال الثلاثي الأول من العام 2009.

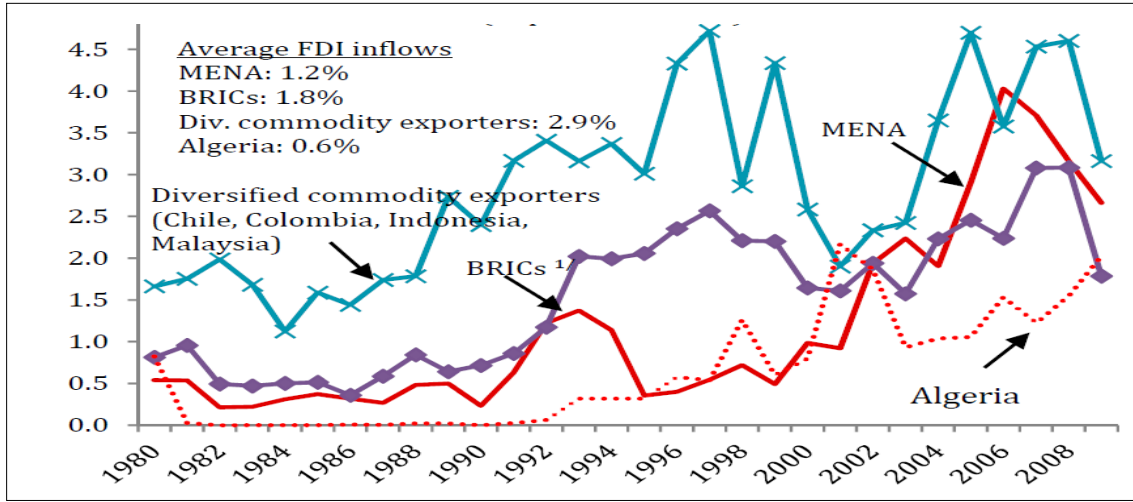
بعد هذا العرض المختصر لأبرز المحطات الإصلاحية التي عرفها الاقتصاد الجزائري، يمكننا طرح التساؤل الآتي: هل أن الإصلاحات، خاصة القانونية منها في مجال المصارف والاستثمارات قد أسهمت في تعزيز تنويع الاقتصاد المحلي؟

أدخلت قواعد الاستثمار الأجنبي مجموعة من التدابير الرامية إلى تعزيز النشاط الاقتصادي وخلق فرص العمل. للوصول إلى هذا الهدف، قدم قانون المالية التكميلي لسنة 2009 العديد من الحوافز الضريبية للمؤسسات لأجل توظيف عمال دائمين، حوافز مالية للمؤسسات المتوسطة والصغيرة، كما إستهدف تدابير للنهوض بالزراعة، السياحة، والقطاع العقاري. تم وضع تدابير لدعم بعض القطاعات المحددة، تضمنت إعفاءات ضريبية للمنتجين الزراعيين، المستثمرين في القطاع السياحي وأصحاب العقارات؛ كما دعمت معدلات الرهن العقاري (mortgage) لموظفي القطاع العام. تضمنت قواعد FDI أيضا بعض الإجراءات الرامية للحد من نمو الواردات، التي نمت بشكل كبير في السنوات الأخيرة، والتي اعتبرت خطرا كامنا يواجه الاستقرار الاقتصادي. إشملت هذه التدابير على ضوابط أكثر صرامة على عمليات التجارة الخارجية وفرض حظر على القروض الاستهلاكية (باستثناء القروض العقارية). على الرغم من أن الهدف الرئيس هو دعم النمو الاقتصادي، إلا أن السلطات وضعت قانون المالية التكميلي لتعزيز الانتاج الوطني والاستثمار المحلي. منحت قواعد FDI إعفاءات ضريبية للشركات التي تشتري السلع المنتجة محليا، كما

فرضت قواعد ضريبية جديدة على الواردات من السلع والخدمات، سلسلة من الاجراءات لتشجيع مشاركة المؤسسات المالية المحلية في الاقتصاد، فضلا عن فرض قيود أكثر على FDI. تمثل المظهر الأكثر أهمية في التشريعات الجديدة المنظمة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، في تحديد سقف بنسبة 49% بالنسبة للمستثمرين الأجانب في أية مشروع استثمار أجنبي جديد، إذ تنص المادة 58 من قانون المالية التكميلي صراحة على ذلك: "لا يمكن إنجاز الاستثمارات الأجنبية إلا في إطار شراكة تمثل فيها المساهمة الوطنية المقيمة نسبة 51% على الأقل من رأس المال الاجتماعي. ويقصد بالمساهمة الوطنية جمع عدة شركاء"<sup>1</sup>. وقد إمتد هذا الإجراء ليشمل القطاع العام في 2010. على الرغم من أن القواعد الجديدة تسمح للمستثمرين الأجانب بالحصول على أكبر حصة من الأسهم في/و إدارة مشروعات جديدة من خلال الشراكة مع إثنين أو أكثر من المستثمرين المحليين، تبقى هناك مخاطر جدية حول أن هذه التشريعات قد يكون لها تأثير تثبيط للاستثمارات الأجنبية المباشرة.

بخلاف بقية دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا Middle East and North Africa (MENA)، لعقود عديدة، لم تكن الجزائر قادرة على جذب قدر كبير من FDI. يوضح البيان 2.4، تطور تدفقات FDI نحو: الجزائر، دول منطقة MENA، البلدان ذات الدخل المتوسط (middle-income countries)، دول مجموعة البريكس BRIC ومجموعة من الدول المصدرة لسلع متنوعة خلال الفترة 1980-2009. يظهر البيان أن الجزائر قد تلقت نسبة قليلة من تدفقات FDI -والتي توجهت الحصة الأكبر منها (36% من الاجمالي) نحو قطاع المحروقات- ولقد كانت أقل بكثير من متوسط تدفقات FDI التي توجهت نحو دول منطقة MENA. على النقيض من ذلك، إستأثرت دول منطقة البريكس والدول المصدرة للسلع المتنوعة بحصة الأسد من تدفقات FDI.

<sup>1</sup> المادة 58 من قانون المالية التكميلي الصادر في 26 جويلية 2009.



#### البيان 2.4. صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحو الجزائر، 2009-1980 الوحدة: (GDP %)

Source : International Monetary Fund. (2011). Algeria : Selected Issues Paper, IMF Country Report no 11/41, February, p. 19.

هذا النقص في تدفقات FDI قد تكون له آثار سلبية على آفاق النمو في الجزائر، كما أثبتته الدراسات التجريبية التي أكدت على التأثير الإيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر على النمو (Ram and Zhang, 2002) ; (Borezstein., de Gregorio and Lee, 1995) . علاوة على ذلك، في عالم تمثل فيه السيطرة على المعرفة والتكنولوجيا أصولاً مهمة للشركات، نجد أن القيود المفروضة على حقوق الملكية بالنسبة للأجانب، مثلما هو عليه الحال في الجزائر، قد لا تشجع المستثمرين الأجانب على الاستثمار في البلاد<sup>1</sup>. يؤكد Kogut and Zander (1993)<sup>2</sup> على هذا الأمر، إذ يرى المؤلفان أن الشركات المتعددة الجنسية اليوم تعتبر أن الفروع المملوكة بالكامل ضرورية لتنفيذ غالبية المشروعات في الخارج، وهذا للحفاظ على المعرفة الداخلية للشركة.

نتيجة أخرى لقواعد FDI، هي التأثير السلبي على الصادرات والتتويج الاقتصادي.

أظهرت دراسات تجريبية أن الاستثمار الأجنبي يمكن أن يساعد في تعزيز تنويع الصادرات ودعم

<sup>1</sup> International Monetary Fund. (2011). Algeria : Selected Issues Paper, IMF Country Report no 11/41, February, p. 19.

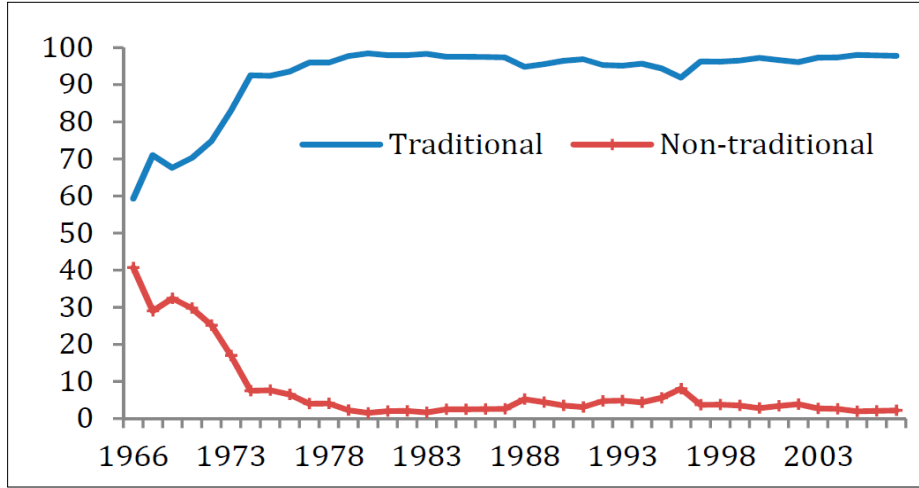
<sup>2</sup> Kogut, B. and Zander, U. (1993). Knowledge of the Firm and the Evolutionary Theory of the Multinational Corporation, Journal of International Business Studies, Fourth quarter.

الأداء<sup>2</sup> (Buckley *et al.* 2002) ;<sup>1</sup> (Banga, 2006). هذه النتائج تعني أن إنخفاض FDI في الجزائر قد يعرقل جهود الحكومة الرامية إلى تنويع الاقتصاد بعيدا عن المحروقات. أكدت الأزمة العالمية على الأثر السلبي لشدة اعتماد الجزائر على سلة سلع وحيدة في التصدير، عندما إلتهم الانخفاض في أسعار المحروقات الفوائض الجبائية والخارجية. وكما أشرنا من قبل، فقد أدت الفترة الطويلة من الانخفاض في أسعار النفط خلال سنوات الثمانينات إلى عواقب مأساوية بالفعل بالنسبة للجزائر، والتي مهدت الطريق أمام أزمة إجتماعية-إقتصادية خلال التسعينات. على الرغم من أن الجزائر قد راكمت إحتياجات مالية منذ عام 2002، بفضل السياسات الاقتصادية الكلية الحذرة، إلا أن توقعاتها المالية متوسطة الأجل لا تزال تعتمد إلى حد كبير على التقلبات في أسعار النفط، كما أن إنخفاضا في أسعار الطاقة على فترة طويلة نسبيا قد يهدد آفاق النمو على المدى الطويل. علاوة على ذلك، الجزائر بحاجة إلى أنشطة تصدير تنافسية ومتنوعة لتحسين الانتاجية وتوفير فرص العمل للعدد الكبير نسبيا من الشباب العاطلين عن العمل (حوالي 21% في عام 2009).

من حيث تنويع الصادرات، نجد أن الجزائر توجهت نحو سلة مركزة من السلع خلال العقود الأربعة الماضية. يوضح البيان 3.4 أنه في أواخر سنوات 1960 و مطلع سنوات 1970، كانت صادرات الجزائر من السلع خارج المحروقات (nontraditional) تقدر بما نسبته 40% من إجمالي الصادرات؛ أما اليوم فإنها تمثل حوالي 2%. هذا الانخفاض هو نتيجة فشل بعض السياسات، مثل الإصلاحات الزراعية التي أتت بعد الاستقلال، فضلا عن عدم إحرار تقديم في الإصلاحات الهيكلية.

<sup>1</sup> Banga, R. (2006). The Export-Diversifying Impact of Japanese and US Foreign Investments in Indian Manufacturing Sector, *Journal of International Business Studies* Vol. 37.

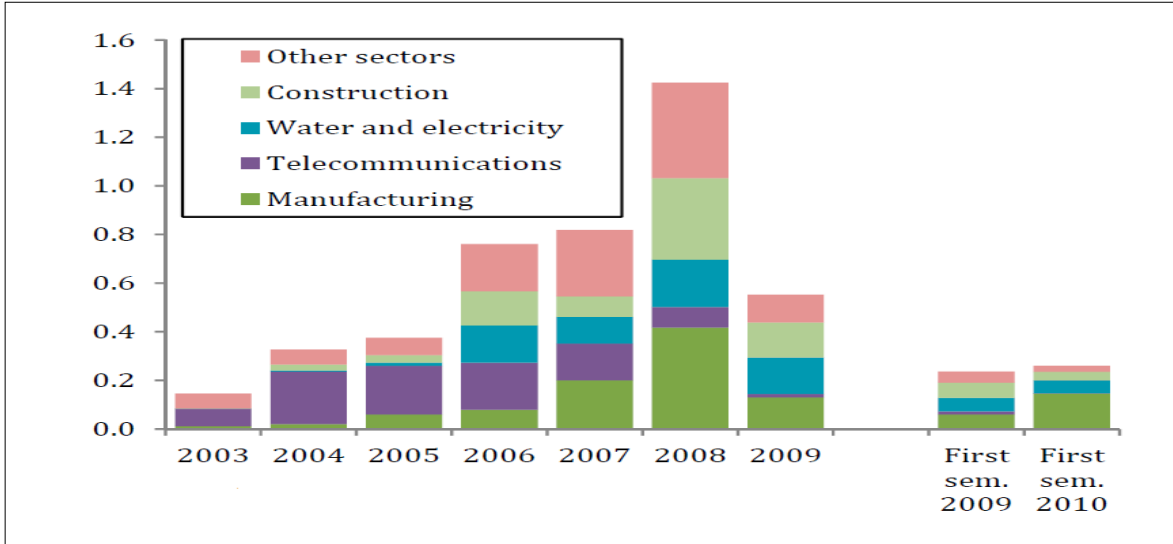
<sup>2</sup> Buckley, P.T. Clegg, J., and Wang, C. (2002). The impact of FDI on the Performance of Chinese Manufacturing Firms, *Journal of International Business Studies*.



البيان 3.4. تشكيلة الصادرات الجزائرية، 1966-2007  
الوحدة: (% من إجمالي الصادرات)

Source : International Monetary Fund. (2011). *op. cit.*, p. 19.

واحد من مصادر القلق حول مستقبل الاستثمار في الجزائر، هو حقيقة أن المستثمرين قد يكونون أكثر ترددا بشأن الاستثمار في الجزائر بعد تطبيق القوانين الجديدة التي تنظم FDI. يعرض البيان 4.4، تطور تدفقات FDI نحو الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2003 إلى غاية النصف الأول من العام 2010 (باستثناء قطاع المحروقات والقطاع المالي)؛ ويظهر إنخفاضا كبيرا في عام 2009 مع غياب بواذر للتعافي، في حين إختلف الأمر في المناطق الناشئة الأخرى، التي عرفت نفسا جديدا في العام 2010.



البيان 4.4. صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نحو الجزائر: خارج المحروقات والقطاع المالي،

2010-2003

الوحدة: (بليون دولار أمريكي)

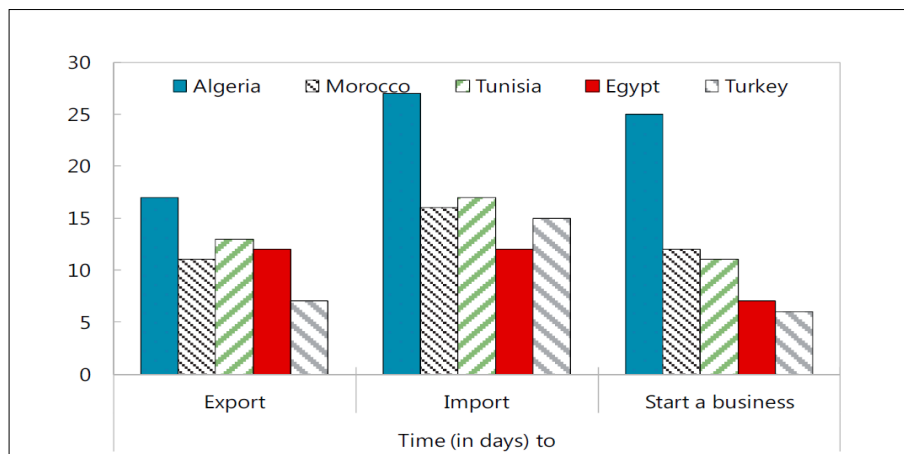
Source : International Monetary Fund. (2011). *op. cit.*, p. 21.

في الحقيقة، تعتبر بيئة الأعمال (business climate) واحدا من أهم العوامل المحددة

لتدفقات FDI نحو الجزائر. لذلك يتوجب على الجزائر اتخاذ جهود مكثفة في هذا الشأن، لأجل

تحسين بيئة الأعمال فيها. في هذا الصدد، بقيت الجزائر متخلفة بالمقارنة مع دول مثل المغرب،

تونس، مصر وتركيا (أنظر البيان 5.4)، نتيجة فشل تدابير الإصلاح الهيكلي في البلاد.



البيان 5.4. سهولة ممارسة الأعمال في الجزائر، 2011

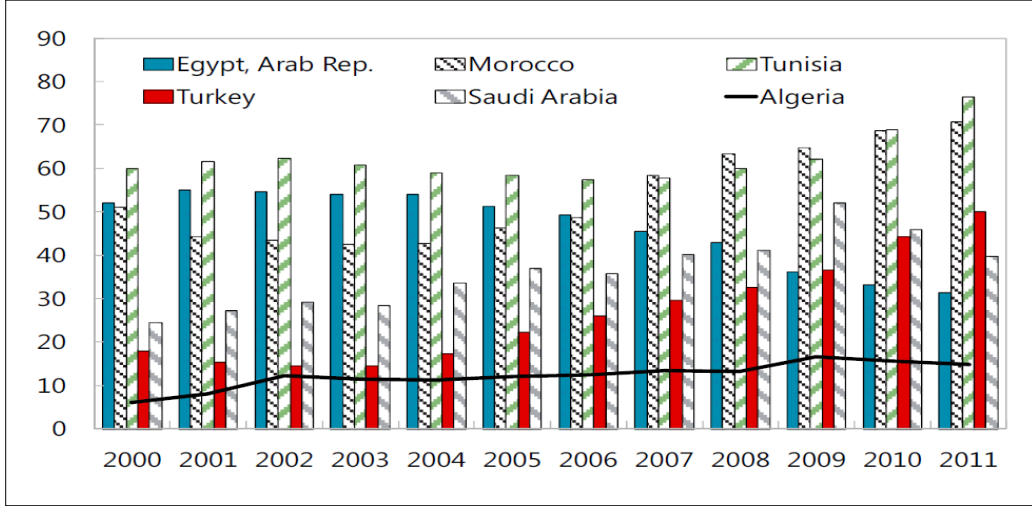
الوحدة: (الزمن بالأيام)

Source : International Monetary Fund. (2013). Algeria : Selected Issues Paper, IMF Country Report no. 13/47, February, p. 29.

يبدو من هذه النتائج الضعيفة في المجال المؤسسي<sup>1</sup>، أنه لا بد من إحداث إصلاحات في القطاعات الرئيسية، مثل المصارف والتمويل، والتي تعتبر ضرورية لجعل الجزائر أكثر جاذبية لتنمية الاستثمار الخاص. إذ يبدو جليا أن النظام المصرفي الجزائري لا يزال يعاني الكثير من المشكلات الطارئة (أنظر البيان 6.4)، فضلا عن تنمية السوق المالي الذي يعاني بدوره من ضعف حجم التداولات مقارنة بدول مثل المغرب وتونس (أنظر البيان 7.4)، والذي قد يرجع إلى عوامل عدة من أهمها، نقص تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحو الجزائر من جهة، وعدم تفعيل دور القطاع الخاص من ناحية أخرى. يضيف، مجيطنه (2013)<sup>2</sup> بأن الإصلاحات على مستوى النظام المصرفي الجزائري لم تتقدم بسبب الريع النفطي. إذ يعتبر أنه على فرض نجاح الإصلاحات وأنه قد تم فتح رأس مال المصارف أمام رأس المال الخاص إلى حد يتجاوز 50%، بحيث يصبح القطاع الخاص هو صانع القرار على مستوى الجهاز المصرفي بصفة عامة، فكيف سيكون تسيير الريع النفطي؟ أي، هل أنه من المعقول أن تودع عشرات المليارات البترودولارية في جهاز مصرفي خاص غير ناضج وربما تكون الهيمنة فيه لرأس المال الأجنبي؟ وعليه، يرى المؤلف أن الريع النفطي وكيفية إدارته هي السبب في عدم تقدم الإصلاحات الهيكلية في البلاد، ومن ثم بقاء الوساطة المصرفية مهيمنة على تمويل الاقتصاد؛ على الرغم من أن هذه المسؤولية تتجاوز قدرات المصارف التي توفر نوعا من التمويل المتمثل في الإقراض، والذي لا يتلائم مع بعض أنواع الاستثمارات. كما أن المنافسة المالية سوف تكون شبه مبتورة بسبب الغياب شبه المطلق لأسلوب التمويل عن طريق الإصدارات، مما يجعل تكلفة التمويل مرتفعة نسبيا. وعليه، فإن

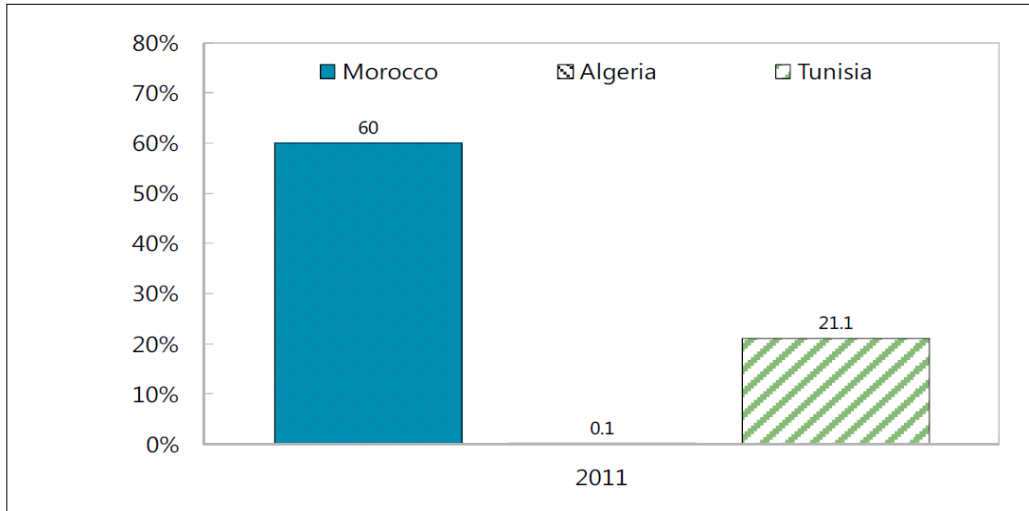
<sup>1</sup> لأجل اطلاع أكثر على التطورات في مجال ممارسة الأعمال في الجزائر أنظر: World Bank. (2013). Doing Business 2014 : Understanding Regulations for Small and Medium-Size Entreprises, 11th Edition.  
<sup>2</sup> مجيطنه، مسعود. (2013). دروس في المالية الدولية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون (الجزائر)، ص ص. 175، 176.

الوضع قد يبقى على حاله لفترة قد تطول من الزمن؛ يتوقف ذلك على إستدامة الربح و/أو على مدى تطور الاقتصاد الوطني خارج المحروقات.



البيان 6.4. القروض الموجهة للقطاع الخاص في الجزائر، 2011-2000  
الوحدة: (GDP %)

Source : International Monetary Fund. (2013). *op. cit.*, p. 27.



البيان 7.4. رسملة السوق المالي في الجزائر، 2011  
الوحدة: (GDP %)

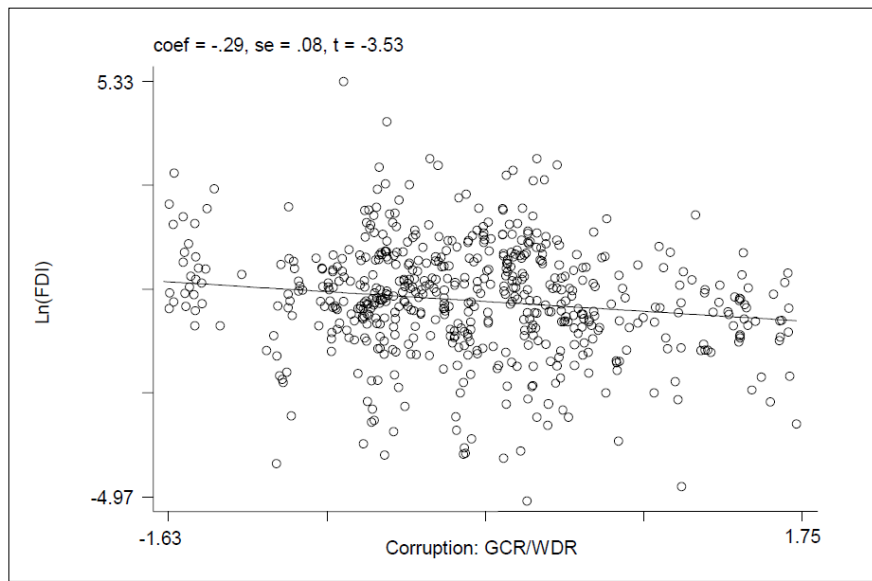
Source : International Monetary Fund. (2013). *op. cit.*, p. 27.

من جهة أخرى، تعلمنا الأدبيات التجريبية أن هناك علاقة عكسية بين تدفقات الاستثمارات

الأجنبية المباشرة ومستويات الفساد في بلد ما (أنظر البيان 8.4) ، إذ يرى (Kose et al. 2003) ما

يلي:

« More specifically, recent research shows that corruption has a strongly negative effect on FDI inflows. Similarly, transparency of government operations, which is another dimension of good governance, has a strong positive effect on investment inflows from international mutual funds »<sup>1</sup>.



البيان 8.4. العلاقة بين الفساد والاستثمار الأجنبي المباشر

Source : Koze, A. et al. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, *op. cit.*, p. 53.

فضلا عن ذلك، يرجح أن مستويات الفساد العالية بنثبيطها لتدفقات FDI تتسبب في

تراجع مستويات النمو في الاقتصاد المعني (Mauro, 2000)<sup>2</sup> ; (Tanzi and Davoodi, 2000)<sup>2</sup>

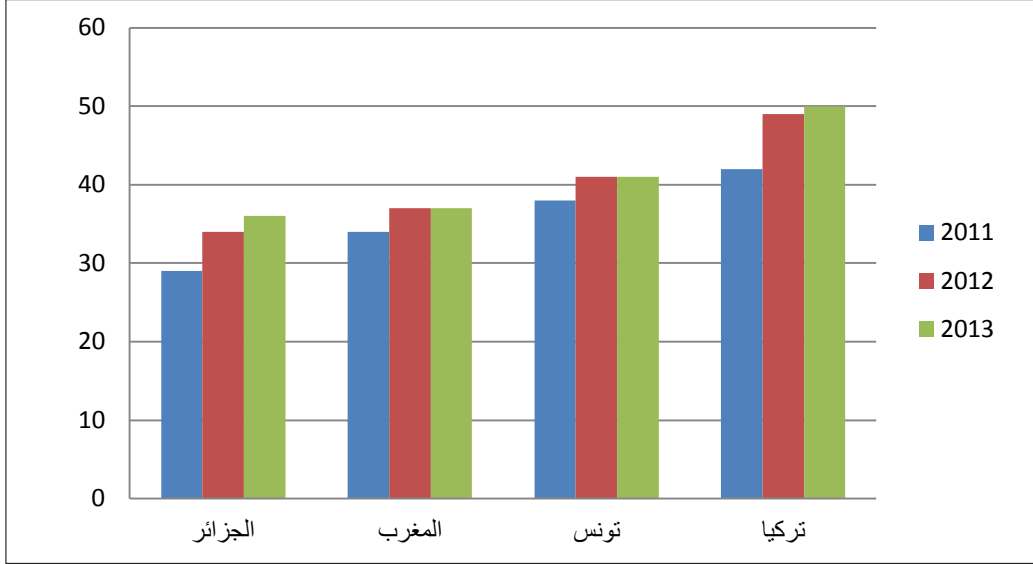
<sup>3</sup>(1995). بالنظر إلى مستويات الفساد في الجزائر (أنظر البيان 9.4)، تطفوا إلى السطح

<sup>1</sup> Koze, A. et al. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence , IMF Working Paper, n° 7, *op. cit.*, p. 10.

<sup>2</sup> Tanzi, V. and Davoodi, H. R. (2000). Corruption, Growth, and Public Finance, IMF Working Paper n° 00/182.

<sup>3</sup> Mauro, P. (1995). Corruption and Growth, Quarterly Journal of Economics, Vol. 110, August.

العديد من التساؤلات حول مدى تأثير هذه الأخيرة على تدفقات الإستثمارات الأجنبية وبالتالي على النمو الاقتصادي.



#### البيان 9.4. مؤشر مدركات الفساد (الجزائر، المغرب، تونس، تركيا)، 2011-2013\*

\* تتراوح قيمة المؤشر بين 0 و 100، حيث أن القيمة 0 تعني أن مستويات الفساد مرتفعة، في حين القيمة 100 تعني أن البلد خالي من الفساد.

المصدر: الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات منظمة الشفافية الدولية، المتوفرة على الموقع (www.transparency.org).

يتضح من البيان السابق أن مستويات الفساد تعتبر مرتفعة بالنسبة للجزائر، حيث أن البلد لم يصل حتى إلى المستوى المتوسط (50) في مؤشر مدركات الفساد، وهو أمر يثير العديد من المخاوف بشأن حجم ونوعية التدفقات الرأسمالية الوافدة نحو البلاد وانعكاساتها على النمو.

#### المبحث الثالث: النماذج والاختبارات القياسية المستخدمة في الدراسة

سنعمد في هذا المبحث إلى تقديم منهجية الدراسة القياسية المستخدمة في البحث الحالي، حيث سنقوم في مرحلة أولى بعرض الاختبارات الضرورية المطبقة على السلاسل الزمنية، وبخاصة اختبارات الاستقرار، فضلا عن اختبارات التكامل المشترك؛ وصولا إلى صيغة نموذج تصحيح الخطأ.

## 1. تحليل السلاسل الزمنية

تفترض الدراسات التجريبية التي تستخدم بيانات السلاسل الزمنية\* (time series) أن هذه الأخيرة مستقرة أو ساكنة (stationary). عند قيامنا بتقدير نموذج إنحدار لمتغير سلسلة زمنية (أو مجموعة متغيرات) على متغير سلسلة زمنية أخرى (أو مجموعة متغيرات)، فإننا يمكن أن نحصل على قيمة عالية لمعامل التحديد (determination coefficient) على الرغم من عدم وجود علاقة معنوية بين المتغيرين. في بعض الأحيان لا نتوقع وجود علاقة بين متغيرين، إلا أنه عند تقدير علاقة إنحدار لأحدهما على الآخر، غالبا ما يبدو أن هناك علاقة معنوية، أي إرتفاع في قيمة المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرّة بدرجة كبيرة. هذا الوضع، يجسد ما يعرف بمشكلة الإنحدار الزائف (spurious regression)، وقد ظهر هذا المفهوم في مقال (Granger and Newbold, 1974) إذ يقول المؤلفان:

*«We find it very curious that whereas virtually every textbook on econometric methodology contains explicit warnings of the dangers of autocorrelated errors, this phenomenon crops up so frequently in well-respected applied work. Numerous examples could be cited, but doubtless the reader has met sufficient cases to accept our point. (...). However, we shall suggest that cases with much less extreme values may well be entirely spurious.»<sup>1</sup>*

غالبا ما يرجع هذا الأمر إلى أن البيانات الزمنية تحوي عامل الإتجاه العام (trend) الذي يعكس ظروفًا معينة تؤثر على كافة المتغيرات فتجعلها تتغير في إتجاه واحد، بالرغم من عدم وجود علاقة فعلية تربط بينها.

\* السلسلة الزمنية عبارة عن مجموعة من المشاهدات لمتغير ما، والتي تأخذ قيما مختلفة عبر الزمن.  
<sup>1</sup> Granger, .C. W.J. and Newbold, .P. (1974). Spurious Regression in Econometrics, Journal of econometrics, Vol. 26, p. 111.

### 1.1. إستقرار السلسلة الزمنية

قبل التعامل مع سلسلة زمنية، تتوجب دراسة الخصائص التصادفية\*. إذا كانت هذه الخصائص (الوسط و التباين) تتغير عبر الزمن، فإن السلسلة الزمنية تعتبر غير مستقرة (non stationary)؛ أما في حال كانت العملية تصادفية (stochastic process) ثابتة، فإن السلسلة الزمنية تكون مستقرة\*\*. إذا اعتبرنا  $y_t$  عملية تصادفية، فإنها تكون مستقرة إذا توفرت على الشروط التالية:

ثبات الوسط (mean) واستقلاله عن عنصر الزمن:

$$E(y_t) = E(y_{t+m}) = \mu \quad \forall t \text{ and } \forall m \dots (1.4)$$

التباين (variance) منتهي ومستقل عن عنصر الزمن:

$$var(y_t) < \infty \quad \forall t \dots (2.4)$$

التغاير (covariance) مستقل عن عنصر الزمن:

$$cov(y_t, y_{t+k}) = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] = \gamma k \dots (3.4)$$

إنطلاقاً من هذه الخصائص، يبدو أن سيرورة خطأ أبيض ( $\varepsilon_t$  white noise process)، ذات قيم غير مرتبطة وتتبع نفس التوزيع الاحتمالي  $N(0, \sigma_\varepsilon^2)$ ، تكون مستقرة. هذا يعني أن السلسلة لا تتضمن إتجاهاً عاماً، ولا موسمية (seasonality)، وبشكل عام لا يتطور أي متغير مع عنصر الزمن.

\* نحيل انتباه القارئ إلى أننا نستخدم مصطلحي العشوائية والتصادفية في هذا البحث بشكل تبادلي، إذ أننا نريد المعنى ذاته.  
\*\* نحيل انتباه القارئ إلى أننا نستخدم مصطلحي الاستقرار والسكون في هذا البحث بشكل تبادلي، إذ أننا نريد المعنى ذاته.

## 2.1. دوال الارتباط الذاتي البسيط والجزئي

دالة الارتباط الذاتي هي تلك الدالة المعبر عنها بالرمز  $\rho_k$  ، والتي تقيس ارتباط

السلسلة الزمنية مع نفسها مع أخذ عدد  $k$  من الفجوات الزمنية، وبحسب هذا الارتباط بالصيغة

التالية:

$$\rho_k = \frac{cov(y_t, y_{t-k})}{\sigma_{y_t} \sigma_{y_{t-k}}} = \frac{\sum_{t=k+1}^n (y_t - \bar{y})(y_{t-k} - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{t=k+1}^n (y_t - \bar{y})^2} \sqrt{\sum_{t=k+1}^n (y_{t-k} - \bar{y})^2}} \dots (4.4)$$

حيث أن  $\bar{y}$  يمثل وسط السلسلة المحسوب على الفترة  $n - k$  ،  $n$  تمثل عدد المشاهدات. يمكن

أن نستنتج:

$$\rho_0 = 1 \text{ and } \rho_k = \rho_{-k} \dots (5.4)$$

لما كانت المعادلة (4.4) صعبة الاستخدام، لأنها تتطلب إعادة حساب المتوسطات

والتباينات بالنسبة لكل حد  $\rho_k$  ، لذلك يفضل أن تستبدل بدالة ارتباط المعاينة (fonction

: d'autocorrélation d'échantillonnage)

$$\widehat{\rho}_k = \frac{\sum_{t=k+1}^n (y_t - \bar{y})(y_{t-k} - \bar{y})}{\sum_{t=1}^n (y_t - \bar{y})^2} \dots (6.4)$$

لما يكون عدد المشاهدات  $n$  كبيرا كفاية، نجد أن المعادلتين (4.4) و (6.4) تقدمان

نتائج مقاربة جدا.

يمكن تشبيه دالة الارتباط الذاتي الجزئي (fonction d'autocorrélation partielle)

بمفهوم الارتباط الجزئي، الذي يعرف على أنه ذلك المعامل الذي يحسب تأثير المتغير  $x_1$  على

$x_2$  مع عزل تأثيرات المتغيرات الأخرى  $(x_3, x_4, \dots, x_k)$  .

بالمثل، يمكن تعريف الارتباط الجزئي للتأخر (lag) المعروف بـ  $k$  على أنه معامل الارتباط الجزئي بين  $y_t$  و  $y_{t-k}$ ، مع عزل تأثيرات المتغيرات الأخرى المتأخرة بـ  $k$  فترات  $(y_{t-1}, y_{t-2}, \dots, y_{t-k+1})$ .

حتى نتجنب أي غموض بين دالتي الارتباط الذاتي المذكورتين، سنقوم بتسمية دالة الارتباط الذاتي، بدالة الارتباط الذاتي البسيط (fonction d'autocorrélation simple).

### 3.1. إختبارات الخطأ الأبيض والاستقرار

لا يمكننا تحديد الخصائص التصادفية (caractéristiques stochastique) لسلسلة زمنية بوضوح، إلا إذا كانت مستقرة. تتم دراسة الاستقرار أساسا عبر دراسة دوال الارتباط الذاتي (أو من خلال تمثيلها البياني « corrélogramme »). تكون سلسلة زمنية مستقرة إذا لم تتضمن لا إتجاهها عاما ولا تقلبات موسمية. وعليه، فإنه من خلال دراستنا لبيان (corrélogramme) لسلسلة زمنية ما، يمكن أن نرصد هاتين المكونتين (الإتجاه العام والتقلبات الموسمية). يمكن التمييز بين أصناف مختلفة من السلاسل الزمنية المستقرة:

- السلاسل ذات الذاكرة (à mamoire)، أي تلك التي يمكن نمذجتها عبر قانون إستنساخ؛
- السلاسل ذات التوزيع المتماثل والمستقل (Identiquement et Indépendamment Distribuées)، أو المسماة بالخطأ الأبيض؛
- السلاسل التي تتبع التوزيع الطبيعي والمستقلة عن بعضها البعض (Normalement et Indépendamment Distribuées)، أو المسماة بالخطأ الأبيض الغاوسي (bruit blanc gaussien).

#### 4.1. إختبارات الإرتباط الذاتي

عند قيامنا بدراسة دالة الإرتباط الذاتي لسلسلة زمنية، فإن التساؤل المطروح هو معرفة الحدود  $\rho_k$  التي تختلف معنويا عن الصفر.

في الواقع، على سبيل المثال، إذا لم يكن أي حد مختلف معنويا عن الصفر، فإننا يمكن أن نستنتج أن العملية المدروسة ليست لها ذاكرة وبالتالي فإنها لا تتأثر بالإتجاه العام ولا بالتقلبات الموسمية. أو زيادة على ذلك، إذا أظهرت سلسلة شهرية قيمة مرتفعة بالنسبة إلى  $\rho_{12}$  (إرتباط بين  $y_t$  و  $y_{t-12}$ ) ، فهذا يعني أن هذه السلسلة تأثرت بالتأكد من التقلبات الموسمية. يتمثل إختبار الفرضيات بالنسبة إلى معامل الإرتباط  $\rho_k$  في ما يلي:

$$H_0: \rho_k = 0 \text{ :الفرضية العدمية:}$$

$$H_1: \rho_k \neq 0 \text{ :الفرضية البديلة:}$$

يمكننا استخدام إختبار  $t$  (Student) للمقارنة التجريبية والنظرية. إلا أن Quenouille

<sup>1</sup>(1949) قد برهن أنه بالنسبة للعينات ذات الحجم الكبير ( $n > 30$ ) ، يؤول معامل الإرتباط  $\rho_k$  بصورة مقارنة إلى التوزيع الطبيعي ذو الوسط 0 والانحراف المعياري  $1/\sqrt{n}$  . وعليه، يعطى مجال الثقة بالنسبة للمعامل  $\rho_k$  بالصيغة التالية:

$$\rho_k = 0 \pm t^{\alpha/2} \frac{1}{\sqrt{n}} \dots (7.4)$$

حيث أن  $n$  يمثل عدد المشاهدات.

<sup>1</sup> Quenouille, M.H. (1949). The joint distribution of serial correlation coefficients, Annual of mathematical statistics, Vol. 20.

إذا كان المعامل المحسوب  $\hat{\rho}_k$  خارج مجال الثقة، فإنه يكون مختلفا معنويا عن 0 (أي أنه وقع داخل المنطقة الحرجة) عند مستوى المعنوية  $\alpha$  (عادة ما يكون  $\alpha = 0.05$  و  $t^{\alpha/2} = 1.96$ ).

لا بد من الإشارة إلى قصور الإختبارات عند مستوى المعنوية 5% . في الواقع، عندما تكون دالة إرتباط ذاتي محسوبة لعدد كبير من الفجوات، يمكن أن نتوقع أن تكون بعض المعاملات مختلفة معنويا بصورة عرضية عن 0 . إذا كان  $h$  عدد الفجوات، فإن العدد المحتمل لحالات الرفض\*\* الخاطئة يكون  $h \times 0.05$  ، عند مستوى معنوية 5% .

#### 1.4.1. إختبار (Breusch-Godfrey)

يسمح هذا الإختبار القائم على أساس إختبار فيشر لحذف المعاملات أو مضاعف لاغرانج Lagrange Multiplier (LM)، بإختبار إرتباط سلسلي (ذاتي) لدرجة تفوق الواحد، ويبقى صالحا حتى في حال وجود المتغير التابع بأخذ التأخرات وإعتباره متغيرا مستقلا. تكمن الفكرة العامة لهذا الإختبار في البحث عن علاقة معنوية بين الحد العشوائي ونفس الحد العشوائي مع إعتبار التأخرات. وعليه، بالإمكان كتابة الإرتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة  $p$  كما يلي:

$$\varepsilon_t = \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + v_t \quad \dots(8.4)$$

وبالتالي يكتب النموذج العام للأخطاء المرتبطة ذاتيا من الدرجة  $p$  كما يلي:

$$y_t = a_1 x_{1t} + a_2 x_{2t} + \dots + a_k x_{kt} + a_0 + \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + v_t \quad \dots(9.4)$$

يتم هذا الإختبار على ثلاثة مراحل<sup>1</sup>:

\* القيمة (1.96) مستخرجة من الجداول الاحصائية للتوزيع الطبيعي (z) ، باعتبار  $\alpha = 0.05$  والاختبار من الطرفين (two-tailed test) .

\*\* يعني هنا احتمال الوقوع في خطأ من النوع الأول (erreur de première espèce) ، والمتمثل في رفض  $H_0$  عندما تكون صحيحة.

<sup>1</sup> Bourbonnais, R. (2011). Econométrie : Manuel et exercices corrigés, 8<sup>ème</sup> édit, Dunod, Paris, pp. 132, 133.

المرحلة الأولى: تقدير نموذج الإنحدار وفقا لطريقة Ordinary Least Squares (OLS) ، وذلك لتوليد البواقي التي تكون مجهولة في البداية.

المرحلة الثانية: تقدير المعادلة الوسيطة التالية بطريقة OLS :

$$e_t = a_1x_{1t} + a_2x_{2t} + \dots + a_kx_{kt} + a_0 + \rho_1e_{t-1} + \rho_2e_{t-2} + \dots + \rho_pe_{t-p} + v_t \dots(10.4)$$

ليكن  $n$  عدد المشاهدات المتوفرة (لا بد من الإشارة إلى أن كل تأخر يتسبب في خسارة مشاهدة) لتقدير معالم النموذج ومعامل التحديد.

المرحلة الثالثة: إختبار الفرضيات على المعادلة الوسيطة. نكتب الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء كما يلي:

$$\rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0 \dots(11.4)$$

إذا رفضنا الفرضية العدمية، فذلك يعني وجود خطر إرتباط ذاتي بين البواقي (الأخطاء)

من الدرجة  $p$  .

للقيام بهذا الإختبار، أمامنا إمكانيتان: إجراء إختبار فيشر كلاسيكي لحذف المعاملات  $\rho_i$  ،

أو اللجوء إلى إحصائية  $LM$  التي تتبع توزيع  $\chi^2$  مع عدد درجات حرية قدره  $p$  ؛ إذا كانت القيمة  $\chi^2(p) > n \times R^2$  المقروءة في الجدول الإحصائي عند درجة الحرية  $\alpha$  ، فإننا نرفض فرضية إستقلالية الأخطاء.

### 5.1. إختبارات التوزيع الطبيعي

لأجل حساب مجالات الثقة المتوقعة وكذلك لأجل تنفيذ إختبارات (Student) على معالم

النموذج المقدر، يكون من الأنسب التحقق من أن الأخطاء تتبع توزيعا طبيعيا. إختبار (Jarque

<sup>1</sup> and Bera) ، المبنى على أساس مفهومي الإلتواء (skewness) والتفرطح (kurtosis)، يسمح بالتأكد من أن توزيعا إحصائيا يأخذ الشكل الجرسى (يتبع التوزيع الطبيعي) أم لا .

### 1.5.1. إختبارات الإلتواء والتفرطح

ليكن  $\mu_k = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^k$  العزوم المركزي (moment centré) من الدرجة  $k$  ،

معامل الإلتواء ( $\beta_1^{1/2}$ ) مساو إلى:  $\beta_1^{1/2} = \frac{\mu_3}{\mu_2^{3/2}}$  ومعامل التفرطح:  $\beta_2 = \frac{\mu_4}{\mu_2^2}$  .

إذا كان التوزيع طبيعيا، وكان عدد المشاهدات كبيرا ( $n > 30$ ):

$$\beta_1^{1/2} \rightarrow N\left(0; \sqrt{\frac{6}{n}}\right) \text{ et } \beta_2 \rightarrow N\left(3; \sqrt{\frac{24}{n}}\right) \dots (12.4)$$

وعليه، نقوم بحساب الإحصائيات:

$$v_1 = \frac{|\beta_1^{1/2} - 0|}{\sqrt{\frac{6}{n}}} \text{ et } v_2 = \frac{|\beta_2 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{n}}} \dots (13.4)$$

تقارن هذه الإحصائيات مع القيمة 1.96 (قيمة التوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5%).

إذا كانت الفرضيات التالية محققة:  $H_0: v_1 = 0$  (يعني التماثل) و  $H_1: v_2 = 0$

(يعني التفرطح الطبيعي)، فإن ( $v_1 \leq 1.96$  et  $v_2 \leq 1.96$ ) ؛ في الحالة المعاكسة، يتم

رفض فرضية التوزيع الطبيعي.

### 2.5.1. إختبار (Jarque and Bera)

يتمثل في إختبار يلخص النتائج السابقة، إذا كانت  $\beta_1^{1/2}$  و  $\beta_2$  تتبع توزيعات طبيعية فإن

الكمية  $s$  حيث أن :  $s = \frac{n}{6} \beta_1 + \frac{n}{24} (\beta_2 - 3)^2$  تتبع توزيع مربع كاي بدرجة حرية تساوي 2.

<sup>1</sup> Bera. A. K., Jarque, C. M. and Lee, L-F. (1984). Testing the normality assumption in limited dependant variable models, International Economic Review, Vol. 25, n°3, October.

وعليه، إذا كانت:  $s > \chi^2_{1-\alpha}$  (2) فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  للتوزيع الطبيعي للأخطاء عند مستوى المعنوية  $\alpha$ .

تكون إختبارات التوزيع الطبيعي هذه كذلك مفيدة في حال وجود مشكل إختلاف التباين (heteroscedasticity). في الواقع، يظهر مشكل إختلاف التباين في شكل التوزيع عبر أطراف احتمالية أغلظ (توزيع مفرطح: distribution leptokurtique) من تلك التي تخص التوزيع الطبيعي.

### 6.1. إختبارات ثبات التباين

لا بد من أن تتميز سيرورة الخطأ الأبيض بثبات التباين، الذي يعتبر الفرض (assumption)<sup>1</sup> الرابع الذي تقوم عليه طريقة المربعات الصغرى العادية. فبمعرفةنا لقيمة  $X$ ، فإن تباين حد الخطأ (الحد العشوائي)  $u_i$  يكون ثابتا بالنسبة لكافة المشاهدات. هذا يعني أن التباينات الشرطية (conditional variances) لحد الخطأ تكون متماثلة. وعليه يمكن كتابة:

$$var(u_i \setminus X_i) = E[u_i - E(u_i \setminus X_i)]^2 \dots (14.4)$$

تبعاً للفرض الثالث القائل بأن القيمة المتوسطة لحد الخطأ معدومة نكتب:

$$var(u_i \setminus X_i) = E(u_i^2 \setminus X_i) = \sigma^2 \dots (15.4)$$

حيث أن  $var$  تعبر عن التباين.

إن ثبات التباين يعني أن المجتمعات  $Y$  التي تتبع قيما مختلفة من  $X$ ، يكون لديها نفس التباين. بعبارة أخرى، يكون الإختلاف حول خط الإنحدار (الذي يمثل خط العلاقة المتوسطة بين كل من  $Y$  و  $X$ ) متماثلا بالنسبة لكل القيم التي يأخذها  $X$ ؛ إذا تغيرت قيمة  $X$ ، فإن هذا الإختلاف لا يزيد ولا يتناقص.

<sup>1</sup> تقوم طريقة المربعات الصغرى العادية على عشرة فروض، ولأجل إطلاع مفصل على هذه الأخيرة أنظر كتاب: Gujarati, D. (2004). Basic econometrics, 4th edit, McGraw-Hill, New York, p. 65-75.

في مقابل ذلك، نجد حالة عدم ثبات التباين (heteroscedasticity)، التي تتمثل في كون

التباين الشرطي للمجتمع  $Y$  يتغير مع أخذ  $X$  لقيم مختلفة.

تؤدي مشكلة عدم ثبات التباين إلى تقديرات متحيزة وغير كفئة للأخطاء المعيارية، وبالتالي

إلى إختبارات إحصائية وفترات ثقة خاطئة<sup>1</sup>. لأجل الكشف عن عدم ثبات التباين، يمكن إستخدام

عدة إختبارات، نذكر منها: Gleisjer (1969) ; Goldfeld-Quandt (1965) ، إلا أننا سنعتمد في

بحثنا إختبار (1979) Breusch-Pagan .

### 1.6.1. إختبار (1979) Breusch-Pagan

هذا الإختبار لا يصلح إلا للعينات ذات الحجم الكبير. تتمثل ميزة هذا الإختبار في

بساطته، كونه يقوم على البواقي (residuals) المتأتية من التقدير بطريقة OLS لنموذج الإنحدار.

في نموذج إنحدار متعدد من الشكل:

$$Y_t = \alpha + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k K_{kt} + \varepsilon_t \dots (16.4)$$

نفترض أن الحد العشوائي يتبع توزيعا طبيعيا ذو تباين:

$$\sigma_{\varepsilon_t}^2 = f(a_0 + a_1 Z_{1t} + \dots + a_p Z_{pt}) \dots (17.4)$$

حيث أن  $f$  يعبر عن الرمز الدالي، المعاملات  $(a_i, i = 1, \dots, p)$  ليست مرتبطة بمعاملات

نموذج الإنحدار المقدر سابقا،  $(Z_{1t}, \dots, Z_{pt})$  وهي عبارة عن متغيرات يتوقع أن تكون مصدر

عدم ثبات التباين. تجدر الإشارة إلى أن بعض هذه المتغيرات، أو حتى كلها، يمكن أن تكون

المتغيرات التفسيرية (المستقلة) لنموذج الإنحدار المتعدد المقدر فوق. يقودنا إختبار ثبات التباين

إلى إختبار الفرضية التالية:

$$H_0 = a_1 = a_2 = \dots = a_p = 0 \dots (18.4)$$

<sup>1</sup> Salvatore, D. and Regale, D. (2002). Statistics and Econometrics, 2<sup>nd</sup> edit, Schaum's outlines, McGraw-Hill, New York, p. 207.

لأنه لدينا في هذه الحالة:

$$\sigma_{\varepsilon_t}^2 = f(a_0) \dots (19.4)$$

والذي يكون ثابتا مهما كانت قيمة  $t$ . يمكن أن يتم الإختبار على خمسة مراحل<sup>1</sup>:

المرحلة الأولى: نقوم بتقدير نموذج الإنحدار المتعدد بين متغيرات الدراسة وفقا لطريقة OLS ، ثم

نستخرج سلسلة البواقي  $e_t, t = 1, \dots, T$ .

المرحلة الثانية: نقوم بحساب:

$$\hat{\sigma}_{MV}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T e_t^2 \dots (20.4)$$

والذي يمثل تقدير الإحتمال (maximum de vraisemblance) لتباين الحد العشوائي.

المرحلة الثالثة: نقوم بحساب الكمية:

$$h_t = \frac{e_t^2}{\hat{\sigma}_{MV}^2} \dots (21.4)$$

بالنسبة إلى  $t = 1, \dots, T$ .

المرحلة الرابعة: بعد تحديد المتغيرات  $Z_{1t}, \dots, Z_{pt}$  ، نقوم بتقدير إنحدار  $h_t$  على هذه المتغيرات:

$$h_t = a_0 + a_1 Z_{1t} + \dots + a_p Z_{pt} + u_t \dots (22.4)$$

حيث أن  $h_t$  عبارة عن حد عشوائي. نقوم بعد ذلك بحساب مجموع المربعات المفسر

Somme des Carrés Expliquée (SCE) لهذا الإنحدار.

المرحلة الخامسة: نقوم بتحديد الكمية:

$$BP = \frac{1}{2} SCE \dots (23.4)$$

والتي تتبع توزيع قانون كاي مربع ذو عدد  $p$  من درجات الحرية، تحت الفرضية العدمية لثبات

التباين، أي :  $BP \sim \chi_p^2$ .

<sup>1</sup> Mignon, V. (2008). Économétrie : Théorie et applications, Economica, Paris, pp. 159, 160.

وعليه، تكون قاعدة إتخاذ القرار كما يلي:

- إذا كانت  $BP < \chi_p^2$  ، فإننا لا نرفض الفرضية العدمية القائلة بثبات التباين.

- إذا كانت  $BP > \chi_p^2$  ، فإننا نرفض الفرضية العدمية القائلة بثبات التباين.

## 2. عدم الإستقرار واختبارات جذر الوحدة

من النادر أن تمثل السلاسل الزمنية سيرورة عشوائية مستقرة. لأجل تحليل عدم الإستقرار،

نقوم بالتمييز بين صنفين من النماذج:

النموذج (TS) Trend Stationary: هذا النموذج غير مستقر، ويمثل عدم إستقرار من الصنف

التحديدي (non-stationarité de type déterministe) .

النموذج (DS) Differency Stationary: هذا النموذج غير مستقر بالمثل، ويستخدم للتعبير عن

السيرورات من الصنف العشوائي.

**النموذج (TS) :** يأخذ هذا النموذج الشكل  $Y_t = f_t + \varepsilon_t$  حيث أن:  $f_t$  دالة كثير حدود للزمن،

خطية كانت أو غير خطية، و  $\varepsilon_i$  خطأ أبيض وهو سيرورة مستقرة . أكثر نماذج TS إنتشارا

وبساطة يأخذ شكل كثير حدود من الدرجة الأولى. إذن يحمل نموذج TS اسم الخطي ويكتب من

الشكل:

$$Y_t = a_0 + a_1 t + \varepsilon_t \quad \dots(24.4)$$

إذا كان  $\varepsilon_t$  خطأ أبيضاً، فإن خصائص هذا النموذج تكون:

$$E[Y_t] = a_0 + a_1 t + E[\varepsilon_t] = a_0 + a_1 t \quad \dots (25.4)$$

$$V[Y_t] = 0 + V[\varepsilon_t] = \sigma_\varepsilon^2 \quad \dots (26.4)$$

$$cov[Y_t, Y_{\hat{t}}] = 0 \text{ pour } t \neq \hat{t} \dots(27.4)$$

هذا النموذج غير مستقر، لأن متوسطه  $E[Y_t]$  مرتبط بالزمن. بالإمكان جعل هذا النظام مستقرا بتقدير المعلمات  $\hat{a}_0$  و  $\hat{a}_1$ ، وطرح المقدار  $\hat{a}_0 + \hat{a}_1 t$  من القيمة  $Y_t$ . في مثل هذا الصنف من النماذج، يكون التأثير الناتج عن صدمة (أو عن مجموعة من الصدمات العشوائية) في الزمن  $t$  عابرا. بما أن النموذج من الصنف التحديدي، تتبع السلسلة الزمنية حركتها على المدى الطويل والمتمثلة هنا في خط الإتجاه العام. من الممكن تعميم هذا المثال على كثيرات حدود من درجات مختلفة.

**النموذج (DS):** هذه النماذج غير مستقرة بدورها، وتأخذ الصيغة  $Y_t = Y_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$ ، ويمكننا جعلها مستقرة بأخذ الفرق أي:  $\Delta^d Y_t = \beta + \varepsilon_t$ ، حيث أن  $\beta$  ثابت حقيقي، و  $d$  تعبر عن درجة الفرق. غالبا ما يتم إستعمال الفرق من الدرجة الأولى في مثل هذه النماذج، وتكتب من الشكل  $\Delta Y_t = \beta + \varepsilon_t$  وتأخذ هذه النماذج شكلين:

- إذا كانت  $\beta = 0$ : يسمى النموذج DS بدون مشتقة (processus DS sans dérive)، ويكتب  $Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon_t$  وبما أن  $\varepsilon_t$  خطأ أبيض، فإن النموذج يسمى بنموذج السير العشوائي.

- إذا كانت  $\beta \neq 0$ : يسمى النموذج DS بالمشتقة (processus DS avec dérive)، ويكتب  $Y_t = Y_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$ .

## 1.2. إختبار ديكي- فولر (Dickey-Fuller test (DF)

يسمح إختبار ديكي- فولر<sup>1</sup> (Dickey and Fuller (1979) بالكشف عن توفر صفة الإستقرار من عدمها في السلاسل الزمنية. تستخدم في بناء هذا الإختبار ثلاثة نماذج، المبدأ الذي يقوم عليه هذا الإختبار بسيط، حيث يتم اختبار الفرضية العدمية القائلة:  $H_0: \phi_1 = 1$  في واحد من النماذج الثلاثة التي تكتب وفقا للصيغ التالية:

<sup>1</sup> Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root, Journal of American Statistical Association, Vol. 74, Issue. 366, June.

النموذج (1): نموذج الإنحدار الذاتي من الرتبة الأولى:  $x_t = \phi_1 x_{t-1} + \varepsilon_t$

النموذج (2): نموذج الإنحدار الذاتي مع حد ثابت:  $x_t = \phi_1 x_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$

النموذج (3): نموذج الإنحدار الذاتي مع اتجاه زمني:  $x_t = \phi_1 x_{t-1} + bt + c + \varepsilon_t$

إذا تحققت الفرضية  $H_0$  ، فإن السلسلة الزمنية  $x_t$  تكون غير مستقرة مهما كان النموذج المعتمد. في النموذج الثالث، إذا قبلنا الفرضية  $H_1: \phi_1 < 1$  وإذا كان المعامل  $b$  يختلف معنويا عن الصفر، فإن العملية تكون من الصنف العشوائي TS ؛ ويمكننا جعلها مستقرة بحساب البواقي بالنسبة إلى الاتجاه الزمني المقدر بإعتماد طريقة OLS .

تحت الفرضية  $H_0$  ، نجد أن القواعد المعتادة للإحصاء الاستدلالي لا يمكن إستخدامها في إختبار هذه الفرضية، بالخصوص توزيع ستودنت للمعلمة  $\phi_1$  ؛ لذلك قام ديكي وفولر بدراسة التوزيع المقارب للمعلمة  $\phi_1$  تحت الفرضية  $H_0$  . عن طريق الإستعانة بطريقة (Monte-Carlo)، قام الباحثان بوضع جدول يجمع القيم الحرجة لعينات ذات أحجام مختلفة. هذه الجداول مماثلة للجدول الإحصائية  $t$  لستودنت. إختار المؤلفان إختبار القيمة  $(\hat{\phi}_1 - 1)$  بدلا من  $\hat{\phi}_1$  وذلك لأسباب إحصائية بحتة. في الحقيقة،  $x_t = \phi_1 x_{t-1} + \varepsilon_t$  تكتب كذلك بالشكل:

$$x_t - x_{t-1} = \phi_1 x_{t-1} - x_{t-1} + \varepsilon_t \dots (28.4)$$

$$\Delta x_t = (\phi_1 - 1)x_{t-1} + \varepsilon_t \dots (29.4)$$

إذا لا فرق في إختبار الفرضية  $H_0: \phi_1 = 1$  ou  $\phi_1 - 1 = 0$  . وعليه، فإن المبادئ

العامة للإختبار تكون كما يلي:

نقوم بتقدير المعلمة  $\phi_1$  المشار إليها بـ  $\hat{\phi}_1$  بالنسبة للنماذج الثلاثة، بإعتماد طريقة

المربعات الصغرى العادية. يعطينا تقدير المعاملات والإنحرافات المعيارية للنموذج بإعتماد طريقة

OLS ، الإحصائية  $t_{\hat{\phi}_1}$  التي تماثل إحصائية ستودنت (النسبة بين المعامل وإنحرافه المعياري).

إذا كانت  $t_{\hat{\rho}_1} \geq t_{tabulée}$  فإننا نقبل الفرضية العدمية؛ وبالتالي يكون هناك جذر وحدة، وعليه فالسلسلة ليست مستقرة.

في مقابل ذلك، نجد أن إختبار DF لا يصبح ملائماً إن وجدت مشكلة الإرتباط الذاتي في الحد العشوائي. ذلك بالرغم من كون بيانات المتغيرات المقدره قد تكون مستقرة. في هذه الحالة، نلجأ إلى إستخدام إختبار ديكي-فولر المعزز أو الموسع (Augmented Dickey-Fuller (ADF).

## 2.2. إختبار ديكي-فولر الموسع (ADF)

تقوم هذه الإختبارات على الفرضية البديلة  $|\rho_1| < 1$  ، وذلك بتقدير النماذج الثلاثة

المالية باعتماد طريقة OLS :

$$\Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4): \text{النموذج}$$

$$\Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta x_{t-1} + c + \varepsilon_t \quad (5): \text{النموذج}$$

$$\Delta x_t = \rho x_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta x_{t-1} + c + bt + \varepsilon_t \quad (6): \text{النموذج}$$

يتم الإختبار بطريقة مماثلة لإختبار ديكي-فولر البسيط، فقط تتغير الجداول الإحصائية

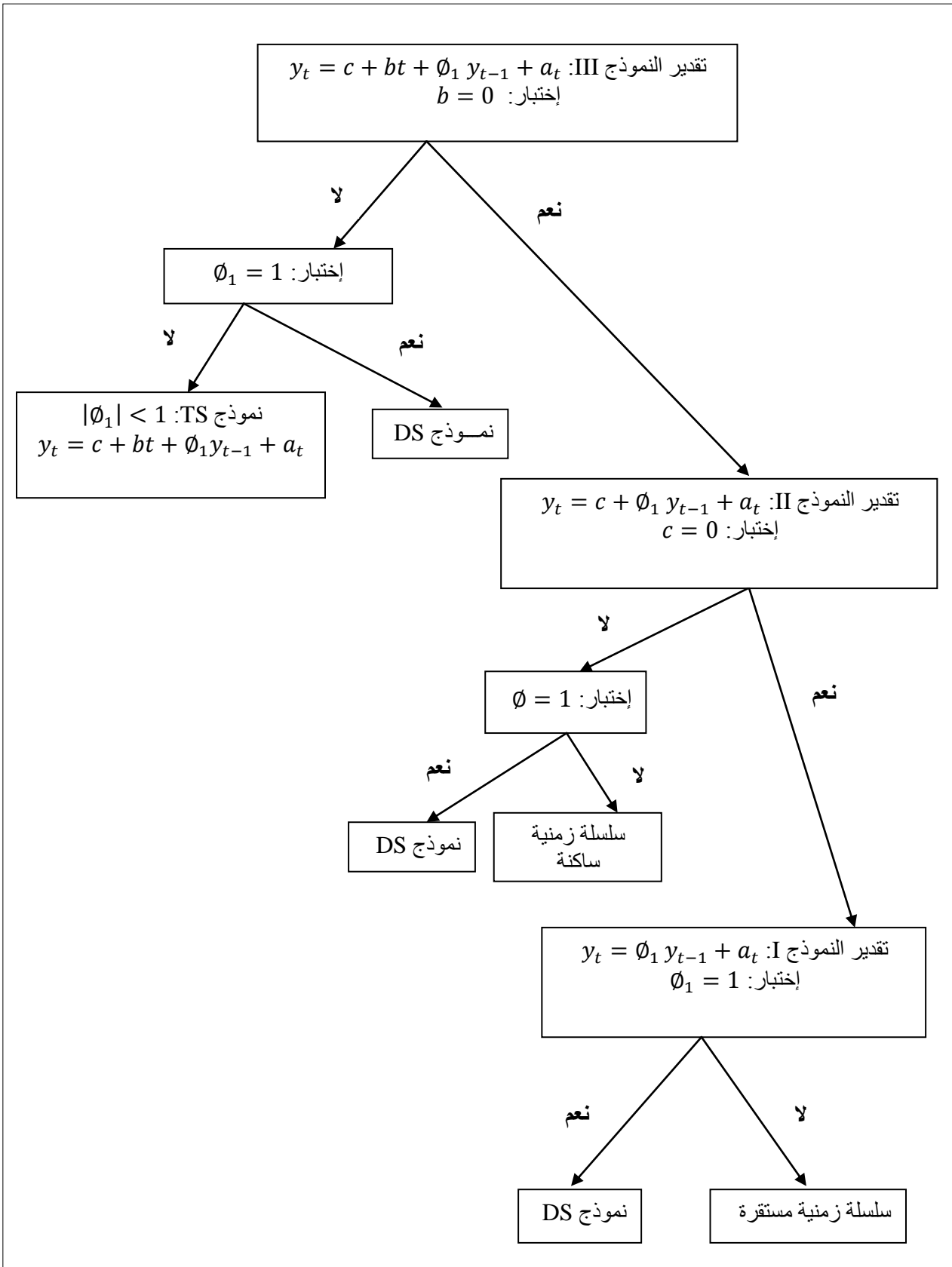
المستخدمة. بالإمكان تحديد قيمة  $p$  وفقاً لمعايير (Akaike ou Schwarz)، أو عبر الإنطلاق من

قيمة كبيرة كفاية لـ  $p$  ، نقوم بتقدير نموذج بفجوة قيمتها  $1 - p$  ، ثم  $2 - p$  ، حتى يكون معامل

الفجوة  $p^{\text{ième}}$  معنوياً.

على العموم، يعطينا المخطط الموالي صورة مبسطة لمنهجية إختبارات جذر الوحدة

لديكي-فولر:



الشكل 1.4. إستراتيجية مبسطة لإختبارات جذر الوحدة

Source : Bourbonnais, R. (2011). *op. cit.*, p. 249. (author's translation).

### 3. اختبارات التكامل المشترك

يعرف التكامل المشترك (cointegration) على أنه ذلك التصاحب (association) بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث أن التقلبات في إحداها تؤدي إلى إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن. لعل هذا الأمر يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل على حدة، إلا أنها تكون مستقرة مجتمعة (عبد القادر عطية، 2005)<sup>1</sup>.

قبل المضي في فهم صفة التكامل المشترك، نجد أنه من الضروري تقديم تعريف للتكامل (integration). وعليه، إذا كان متغير ما، ليكن  $Y_t$  مستقرا في صورته الأصلية، أي قبل إجراء أية تعديلات عليه، فإنه يقال بأنه متكامل من الرتبة صفر، ويكتب:  $Y_t \sim I(0)$ . أما في حال كان هذا المتغير غير مستقر في صورته الأصلية، ثم أصبح مستقرا بعد أخذ الفرق الأول:  $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ ، فإنه يقال أن هذا المتغير متكامل من الرتبة الأولى، ويكتب:  $Y_t \sim I(1)$ .

يتطلب حدوث التكامل المشترك أن تكون السلسلتان  $(Y_t, X_t)$  متكاملتان من الرتبة الأولى كل على حدة، أن تكون البواقي الناتجة عن تقدير علاقة الإنحدار بينهما متكاملة من الرتبة صفر. وعليه، حتى تتوفر خاصية التكامل المشترك بين السلسلتين  $(Y_t, X_t)$  لا بد من توفر الشروط التالية:

$$Y_t \sim I(1) \text{ and } X_t \sim I(1) \text{ and } u_t \sim I(0) \dots (30.4)$$

$$Y_t = a + bX_t + u_t \dots (31.4)$$

$$\Rightarrow u_t = Y_t - a - bX_t \dots (32.4)$$

يلاحظ في هذه الحالة أن الحد العشوائي  $u_t$  يقيس إنحراف العلاقة المقدر في الأجل القصير عن إتجاهها التوازني في الأجل الطويل. وعليه، إذا كان متغيران يتصفان بخاصية التكامل

<sup>1</sup> عبد القادر عطية، عبد القادر محمد. (2005). الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص. 670.

المشترك، فإن العلاقة بينهما تتجه إلى التوازن على المدى الطويل، حتى لو كانت هناك إنحرافات عن هذا الإتجاه في الفترة القصيرة؛ وتتعكس هذه الإنحرافات في البواقي. لذلك، قبل تقدير العلاقة بين متغيرين، ولتجنب الوقوع في مشكلة الإنحدار الزائف، يرى (Granger 1986) أنه من الضروري إجراء إختبار للتكامل المشترك قبل تقدير العلاقة.

« A test for cointegration can be thought of as a pre-test to avoid 'spurious regression' situations »<sup>1</sup> .

هناك العديد من إختبارات التكامل المشترك، نختار منها إثنين هما:

إختبار إنجل-جرانجر (Engle-Granger or Augmented Engle-Granger Test).

إختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johansen cointegration test).

### 1.3. إختبار Engel and Granger للتكامل المشترك

لإجراء هذا الإختبار نتبع الخطوات التالية<sup>2</sup>:

الخطوة الأولى: نقوم بتقدير إحدى الصيغ الأصلية التالية للتكامل المشترك:

$$\text{النموذج II : } Y_t = a + bX_t + u_t$$

$$\text{النموذج III : } Y_t = a + b_1T + b_2X_t + u_t$$

يلاحظ أن النموذج II يحوي على حد ثابت دون إتجاه زمني، في حين يحوي النموذج III

على حد ثابت وإتجاه زمني.

الخطوة الثانية: نحصل على البواقي  $u_t$  وفقا للنموذج المستخدم:

$$u_t = Y_t - a - bX_t \dots (33.4)$$

$$u_t = Y_t - a - b_1T - b_2X_t \dots (34.4)$$

<sup>1</sup> Granger, C. W. J. (1986). Developments in the Study of Co-Integrated Economic Variables, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 48, n° 3, p. 226.

<sup>2</sup> عبد القادر عطية، عبد القادر محمد. (2005). مرجع سبق ذكره، ص. 672.

الخطوة الثالثة: نقوم بإختبار مدى إستقرار سلسلة البواقي  $u_t$  بتقدير إحدى الصيغ التالية:

$$\Delta u_t = \lambda u_{t-1} + \varepsilon_t \dots (35.4)$$

$$\Delta u_t = \lambda u_{t-1} + \sum \rho_{t-j} \Delta u_{t-j} + \varepsilon_t \dots (36.4)$$

نحدد قيمة الإحصائية المحسوبة (  $\tau$  : Tau ) لنقارنها بالقيمة الحرجة المستخرجة من

الجدول الإحصائية التي أعدها (Engle and Granger). إذا كانت قيمة  $\tau$  المحسوبة أكبر من

القيمة الجدولية فإننا نرفض  $H_0$  ، وبالتالي تكون سلسلة البواقي مستقرة، وبيانات السلسلتين

( $Y_t, X_t$ ) تتصف بخاصية التكامل المشترك. وعليه، يكون الإنحدار المقدر ليس بزائف.

### 2.3. إختبار Johansen للتكامل المشترك

لغرض تحديد عدد علاقات التكامل المشترك، إقتراح<sup>1</sup> Johansen (1988) إختبارين يقومان

على القيم الخاصة بمصفوفة تأتي بعد حسابات على مرحلتين:

المرحلة الأولى: حساب إثنين من البواقي  $u_t$  and  $v_t$

نقوم بتقدير إثنين من علاقات الإنحدار:

$$\Delta Y_t = \hat{A}_0 + \hat{A}_1 \Delta Y_{t-1} + \hat{A}_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + \hat{A}_p \Delta Y_{t-p} + u_t$$

$$Y_{t-1} = \hat{A}'_0 + \hat{A}'_1 \Delta Y_{t-1} + \hat{A}'_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + \hat{A}'_p \Delta Y_{t-p} + v_t$$

$$Y_t = \begin{bmatrix} y_{1,t} \\ y_{2,t} \\ \dots \\ y_{k,t} \end{bmatrix} \text{ بإعتبار أن:}$$

<sup>1</sup> Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors, Journal of econometrics dynamics and control, Vol. 12.

لدينا نفس المتغيرات المستقلة، وحدها خصائص المتغير التابع تم تعديلها.  $v_t$  and  $u_t$ .

يمثلان مصفوفتا البواقي اللتان هما من الدرجة  $(k, n)$  مع  $k$  الذي يعبر عن عدد المتغيرات، و  $n$  عدد المشاهدات.

المرحلة الثانية: حساب المصفوفة التي تسمح لنا بحساب القيم الخاصة.

نقوم بحساب أربعة مصفوفات تباين-تباين (variances-covariances) من الدرجة  $(k, k)$

إنطلاقاً من البواقي  $u_t$  and  $v_t$ .

$$\hat{\Sigma}_{uu} = (1/n) \sum_{t=1}^n u_t u_t'$$

$$\hat{\Sigma}_{vv} = (1/n) \sum_{t=1}^n v_t v_t'$$

$$\hat{\Sigma}_{uv} = (1/n) \sum_{t=1}^n u_t v_t'$$

$$\hat{\Sigma}_{vu} = (1/n) \sum_{t=1}^n v_t u_t'$$

بعد ذلك نقوم بإستخراج  $k$  القيم الخاصة بالمصفوفة  $M$  ذات الدرجة  $k, k$  ، والمحسوبة

بالطريقة التالية:

$$M = \hat{\Sigma}_{vv}^{-1} \hat{\Sigma}_{vu} \hat{\Sigma}_{uu}^{-1} \hat{\Sigma}_{uv} \dots (37.4)$$

### 1.2.3. إختبار الأثر (trace test)

إنطلاقاً من هذه القيم الخاصة، يمكننا حساب إحصائية الإختبار التالية:

$$\lambda_{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \dots (38.4)$$

حيث أن:  $n$  تمثل عدد المشاهدات،  $\lambda_i$  يعبر عن القيمة رقم  $i$  الخاصة بالمصفوفة  $M$  ،  $k$  عدد

المتغيرات،  $r$  تعبر عن الفراغ العمودي (column space).

تتبع هذه الإحصائية قانونا إحصائيا (مشابها لتوزيع كاي مربع  $\chi^2$ )، حيث تم إنشاء جداول لهذه الإحصائية بالاعتماد على المحاكاة من طرف<sup>1</sup> (Johansen and Juselius, 1990). يعمل هذا الإختبار على أساس إستبعاد الفرضيات البديلة:

- الفراغ العمودي للمصفوفة  $\pi$  يساوي صفر:  $(r = 0)$ ، تكون لدينا الفرضيتان،  $H0: r = 0$

في مواجهة  $H1: r > 0$ ؛ إذا تم رفض الفرضية العدمية، نمر إلى الإختبار الموالي\*؛ إذا

كانت قيمة  $\lambda_{trace}$  أكبر من القيمة الحرجة (الجدولية)، فإننا نرفض  $H0$ ؛

- الفراغ العمودي للمصفوفة  $\pi$  يساوي 1  $(r = 1)$ ، تكون لدينا الفرضيتان،  $H0: r = 1$  في

مواجهة  $H1: r > 1$ ؛ إذا تم رفض الفرضية العدمية، نمر إلى الإختبار الموالي؛

- الفراغ العمودي للمصفوفة  $\pi$  يساوي 2:  $(r = 2)$ ، تكون لدينا الفرضيتان،  $H0: r = 2$  في

مواجهة  $H1: r > 2$ ؛ إذا تم رفض الفرضية العدمية، نمر إلى الإختبار الموالي، وهكذا.

إذا رفضنا جميع الفرضيات العدمية في نهاية العملية، وقمنا بإختبار  $H0: r = k - 1$

في مواجهة  $H1: r = k$  ونتوصل إلى رفض  $H0$ ، فإن الفراغ العمودي للمصفوفة يكون  $r = k$

ولا توجد علاقة تكامل مشترك لأن جميع المتغيرات متكاملة من الرتبة صفر  $I(0)$ .

### 2.2.3. إختبار القيمة الذاتية القصوى (maximum eigenvalue)

ت حسب إحصائية الإختبار هنا وفقا للصيغة التالية:

$$\lambda_{max} = -n \text{Log}(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad \text{où } (r = 0, 1, 2, \dots) \dots (39.4)$$

<sup>1</sup> Johansen, S. and Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration, with Applications for the Demand for Money. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, n° 52.

\* في الحالة المعاكسة، تتوقف العملية ويكون الفراغ العمودي للمصفوفة  $r = 0$ .

يتم هذا الإختبار كسابقه، بطريقة متعاقبة من خلال إستبعاد الفرضيات البديلة. في حال تضارب نتائج الإختبارين (الأثر والقيمة الذاتية القسوى)، فإنه يفضل الأخذ بإختبار الأثر الذي يتمتع بقوة أكبر<sup>1</sup>.

#### 4. نموذج تصحيح الخطأ

في حال كانت المتغيرات التي تتكون منها ظاهرة الدراسة تتصف بخاصية التكامل المشترك، فإن النموذج الأكثر ملائمة لتقدير العلاقة بين هذه المتغيرات هو نموذج تصحيح الخطأ ECM. يستخدم هذا النموذج في العادة لأجل التوفيق بين السلوك قصير الأجل وطويل الأجل للعلاقات الاقتصادية. تم إستخدام هذا النموذج في بداية الأمر من قبل<sup>2</sup> Sargan (1984)، ثم عمم إستخدامه من قبل Engel and Granger، إذ تشير المبرهنة الموسومة بـ (Granger representation theorem) إلى أنه إذا كان متغيران  $(X_t, Y_t)$  يتمتعان بخاصية التكامل المشترك، فإنه بالإمكان التعبير عن العلاقة بينهما باعتماد نموذج ECM. فالمتغيرات الاقتصادية، يفترض أن تتجه في الأجل الطويل إلى حالة من التوازن (equilibrium relationship).

تأخذ صيغة ECM في الإعتبار كل من العلاقة طويلة الأجل والعلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرين (أو أكثر). بالنسبة للعلاقة طويلة الأجل، فهذا يكون بإحتوائها على متغيرات ذات فجوات زمنية (laggs)؛ أما في ما يخص العلاقة قصيرة الأجل، فهذا يتم بإدراج فروق (differences) السلاسل الزمنية فيها والتي تعبر عن التغير بين القيم من يوم لآخر، أو من أسبوع لآخر، أو من شهر لآخر، أو من فصل لآخر أو من سنة لأخرى.

<sup>1</sup> Bourbonnais, R. (2011). *op. cit.*, p. 311.

<sup>2</sup> Sargan, D. (1984). Wages and Prices in the United Kingdom: A Study in Econometric Methodology, in Wallis, K. F. and Hendry, D. F. eds., Quantitative Economics and Econometric Analysis, Basil Blackwell, Oxford, U.K.

وعليه، فإنه بالإمكان إعتقاد طريقة Engel and Granger في تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

ويتم ذلك على مرحلتين<sup>1</sup>:

المرحلة الأولى: تقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات  $(y_t, x_{1t}, x_{2t}, \dots, x_{kt})$  بإعتقاد طريقة

OLS، وإحتساب البواقي:

$$y_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 x_{1t} + \dots + \hat{\beta}_k x_{kt} + e_t \dots (40.4)$$

$$\Rightarrow e_t = y_t - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 x_{1t} - \dots - \hat{\beta}_k x_{kt} \dots (41.4)$$

المرحلة الثانية: تقدير نموذج تصحيح الخطأ (العلاقة قصيرة الأجل) بإعتقاد طريقة OLS:

$$\Delta y_t = \alpha_1 \Delta x_{1t} + \alpha_2 \Delta x_{2t} + \dots + \alpha_k \Delta x_{kt} + \gamma_1 e_{t-1} + u_t \dots (42.4)$$

يعبر المعامل  $\gamma$  عن معامل سرعة التعديل (speed of adjustment) الذي يشير إلى مقدار

التغير في المتغير التابع نتيجة لإنحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير عن قيمته

التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة؛ ويتوقع أن تكون قيمة هذا المعامل سالبة، لأنه

يشير إلى المعدل الذي تتجه به العلاقة قصيرة الأجل نحو العلاقة التوازنية في المدى الطويل.

### المبحث الرابع: الدراسة التطبيقية

بعد العرض النظري والتجريبي الذي تم في الفصول السابقة حول طبيعة العلاقة بين

التحرير المالي والنمو، نجد أنه من المثير للاهتمام والضروري إجراء تقييم اقتصادي قياسي للنهج

التحريري الذي اتبعته الجزائر منذ تسعينات القرن الماضي، ورصد تأثيراته على النمو الاقتصادي.

وعليه، بالاعتماد على الأدوات الإحصائية والقياسية التي تم عرضها في المبحث الثالث

من هذا الفصل، سنقوم في المقام الأول بتحديد شكل النموذج الذي يدرس العلاقة بين التحرير

<sup>1</sup>Bourbonnais, R. (2011). *op. cit.*, pp. 305,306.

المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر، ثم بعد ذلك سنعمد إلى عرض النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.

## 1. المواصفات العامة للنموذج والتعريف بمتغيرات الدراسة

سنقوم في هذه المرحلة بالوصف الرياضي للظاهرة المدروسة، وذلك عبر تحديد الشكل

الرياضي للنموذج المستخدم في مرحلة أولى، ثم التعريف بمتغيرات النموذج في مرحلة ثانية.

### 1.1. تحديد صيغة النموذج

سنقوم في هذه الفقرة بوضع منهجية بناء النموذج القياسي والذي يتميز بكونه نموذج نمو

ذو تفاعل تام (fully interacted growth model) على غرار تلك التي استخدمت في دراسات

سابقة<sup>1</sup> (Bekaert et al. 2005). تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة بين عامي 1970 و 2010، إذ

تم الحصول على بيانات السلاسل الزمنية من الموقع الإلكتروني للبنك الدولي<sup>2</sup>، والموقع الإلكتروني

لمنظمة الأونكتاد<sup>3</sup> UNCTAD، الموقع الإلكتروني للباحثين<sup>4</sup> (Chin and Ito)؛ بالإضافة إلى

الموقع الإلكتروني لإدارة معلومات الطاقة<sup>5</sup> (EIA) Energy Information Administration.

بغرض رصد العلاقة المحتملة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال فترة

الدراسة، ارتأينا وضع النموذج الذي يأخذ الصيغة التالية:

$$RPGDP_t = \beta_0 + \beta_1 KAOPEN_t + \beta_2 FDI_t + \beta_3 TRADE_t + \beta_4 M2_t + \beta_5 INT_t + \beta_6 INF_t + \beta_7 EXC_t + \beta_8 OIL_t + \varepsilon_t \dots (43.4)$$

<sup>1</sup> Bekaert, G., Harvey, C. R. and Lundblad, C. (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth?, Journal of Financial Economics, Vol. 77, n° 1.

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني للبنك الدولي: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

<sup>3</sup> الموقع الإلكتروني لمنظمة الأونكتاد: [www.unctad.org](http://www.unctad.org)

<sup>4</sup> الموقع الإلكتروني للباحثين (Ito and Chinn): [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

<sup>5</sup> الموقع الإلكتروني لإدارة معلومات الطاقة: [www.eia.gov](http://www.eia.gov)

حيث أن:

$RPGDP_t$ : مؤشر النمو الاقتصادي.

$KAOPEN_t$ : مؤشر التحرير المالي الرسمي.

$FDI_t$ : مؤشر التحرير المالي الفعلي.

$TRADE_t$ : مؤشر تحرير التجارة الخارجية.

$M2_t$ : مؤشر التنمية المالية.

$INT_t$ : سعر الفائدة السنوي.

$INF_t$ : معدل التضخم السنوي.

$EXC_t$ : سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.

$OIL_t$ : سعر برميل النفط الخام.

$(\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8)$ : معاملات النموذج.

$\varepsilon_t$ : الحد العشوائي.

## 2.1. التعريف بمتغيرات الدراسة

سنقوم من خلال هذه الفقرة بالتعريف بمتغيرات الدراسة، عبر تقسيمها إلى متغير تابع

ومتغيرات مستقلة.

### 1.2.1. المتغير التابع

#### مؤشر النمو الاقتصادي $RPGDP$

تم التعبير عنه من خلال حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، إذ تم الحصول

على البيانات السنوية على طول الفترة من سنة 1970 إلى 2010 من موقع منظمة الأونكتاد.

### 2.2.1. المتغيرات المستقلة

#### مؤشر التحرير المالي الرسمي $KAOPEN$

يقوم هذا المؤشر على المعلومات الواردة في التقرير AREAER، الصادر سنويا عن

صندوق النقد الدولي، وقد تم الحصول على البيانات السنوية للمؤشر من الموقع الرسمي للباحثين

(H. Ito and M. Chinn). إذ يقدم المؤشر مقياسا للانفتاح المالي الرسمي (*de jure*) بالنسبة إلى 182 بلدا. يأخذ هذا المؤشر قيما تتراوح بين "2.46" بالنسبة للدول الأكثر انفتاحا ماليا (most financially open) ، و "1.86-" بالنسبة للدول الأقل انفتاحا ماليا<sup>1</sup> (least financial open). يتألف هذا المؤشر من أربعة متغيرات ثنائية يتم نشرها سنويا في تقرير AREAER لقياس درجة القيود المفروضة على المعاملات المالية لبلد ما. حتى عام 1996، تم تمثيل هذه المتغيرات عبر الفئات الرئيسية الأربع المفروضة على الحسابات الخارجية. هذه المتغيرات هي<sup>2</sup>:

- متغير يشير إلى وجو أسعار صرف متعددة ( $k_1$ )؛
- متغير يشير إلى درجة القيود المفروضة على معاملات الحساب الجاري ( $k_2$ )؛
- متغير يشير إلى درجة القيود المفروضة على معاملات حساب رأس المال ( $k_3$ )؛
- متغير يشير إلى درجة تحرير الصادرات ( $k_4$ ).

وفقا للمؤلفين (Ito and Chinn)، يعتبر إدراج المتغيرات  $k_1$ ،  $k_2$  و  $k_4$  في حساب المؤشر، ذو أهمية بالغة، لأنها تسمح بالتحديد الصحيح لدرجة الحدة "الحقيقية" للضوابط المفروضة على رؤوس الأموال. في حين أنه تم تعويض المتغير  $k_3$  بأخر هو:  $SHAREk_{3,t}$ ، والذي يحسب على النحو التالي:

$$SHAREk_{3,t} = \left( \frac{k_{3,t} + k_{3,t-1} + k_{3,t-2} + k_{3,t-3} + k_{3,t-4}}{5} \right) \dots (44.4)$$

الهدف من هذا التعويض، هو القضاء على آثار التقلبات من أجل الحصول على مؤشر صلب ومعبر عن الدرجة الحقيقية للقيود المفروضة على عمليات حساب رأس المال. من هنا تأتي أهمية هذا المؤشر الذي يأخذ في الحسبان كافة أصناف القيود التي قد تؤثر على حرية تدفقات رؤوس الأموال.

<sup>1</sup> Ito, H. and Chinn, M. (2012). Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index 2010 Update, March 22, pp. 2, 3.

<sup>2</sup> Ito, H. and Chinn, M. (2007). A New Measure of Financial Openness, May 23, p. 5.

### مؤشر التحرير المالي الفعلي *FDI*

قمنا ببناء هذا المؤشر لرصد "حدة" القيود الفعلية (*de facto*) المفروضة على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحو الجزائر وتأثيرها على النمو الاقتصادي خلال الفترة 1970-2010 ، وقد تم الحصول على البيانات السنوية من الموقع الرسمي لمنظمة الأونكتاد. تم حساب المؤشر وفقا للصيغة التالية:

$$\left( \frac{FDI_{inflows_t}}{GDP_t} \right) 100 \dots (45.4)$$

حيث أن  $FDI_t$  يعبر عن التدفقات الوافدة (*inflows*) من الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحو الجزائر في الزمن  $t$ ؛  $GDP_t$  يعبر عن إجمالي الناتج المحلي في الزمن  $t$ .

### مؤشر تحرير التجارة الخارجية *TRADE*

على غرار دراسة<sup>1</sup> Berthélemy and Varoudakis (1998) قمنا ببناء هذا المؤشر لرصد "حدة" القيود المفروضة على التجارة الخارجية في الجزائر خلال الفترة 1970-2010 ، والتمكن من قياس تأثير الانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي. إذ تم الحصول على البيانات السنوية من الموقع الإلكتروني لمنظمة الأونكتاد، وقد تم حساب المؤشر وفقا للصيغة التالية:

$$\left( \frac{EXPORTS_t + IMPORTS_t}{GDP_t} \right) 100 \dots (46.4)$$

حيث أن  $EXPORTS_t$  يعبر عن حجم الصادرات في الزمن  $t$ ؛  $IMPORTS_t$  يعبر عن حجم الواردات في الزمن  $t$ ؛  $GDP_t$  يعبر عن إجمالي الناتج المحلي في الزمن  $t$ .

<sup>1</sup> Barthélemy J-C et Varoudakis A. A. (1998). Développement financier, réformes financières et croissance : une approche en données de panel, Revue économique, Vol. 49, n° 1.

### مؤشر التنمية المالية $M2$

على غرار دراسة<sup>1</sup> Jung (1986) ، قمنا باستخدام نسبة المجمع النقدي  $M2$  إلى إجمالي الناتج المحلي لغرض رصد درجة تأثير التنمية المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2010 ، وقد تم الحصول على البيانات من الموقع الرسمي للبنك الدولي. تم حساب المؤشر وفقا للصيغة التالية:

$$\left(\frac{M2_t}{GDP_t}\right) 100 \dots (47.4)$$

حيث أن  $M2_t$  يعبر عن قيمة المجمع النقدي الثاني في الزمن  $t$  ؛  $GDP_t$  يعبر عن إجمالي الناتج المحلي في الزمن  $t$  .

### سعر الفائدة السنوي $INT$

يهدف هذا المتغير إلى رصد تأثير تحرير أسعار الفائدة الدائنة على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2010، حيث تم الحصول على البيانات من الموقع الرسمي للبنك الدولي.

### معدل التضخم السنوي $INF$

عادة ما يتم التعبير عن الاستقرار الاقتصادي الكلي باستقرار المستوى العام للأسعار، والتحكم في عجز الموازنة. وعليه، تم اختيار التضخم كمؤشر لمستوى الاستقرار الاقتصادي الكلي في الجزائر خلال الفترة 1970-2010. في الحقيقة، نجد أن معدلات التضخم المرتفع تميز الاقتصاديات التي تكون فيها درجة الكبح المالي مرتفعة، حتى تكون أسعار الفائدة الحقيقية سلبية، وبالتالي تقلل من عبئ الدين الحكومي. إلا أن معدلات التضخم المرتفعة تثبط من تدفقات

<sup>1</sup> Jung, W. S. (1986). Financial Development and Economic Growth : International Evidence, Economic Development and Cultural Change, Vol 34, n°2.

الاستثمارات طويلة الأجل وبالتالي يكون لها تأثير مضر بالاقتصاد. وقد تم الحصول على بيانات التضخم من الموقع الرسمي للبنك الدولي.

### سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي *EXC*

يهدف هذا المتغير إلى رصد تأثير تحرير سعر صرف الدينار على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2010، حيث تم الحصول على البيانات من الموقع الرسمي للبنك الدولي.

### سعر برميل النفط الخام *OIL*

يمثل متوسط الأسعار الفورية (spot) الشهرية لسعر برميل البترول بالدولار الأمريكي الجاري، وقد تم الحصول على البيانات الشهرية من الموقع الإلكتروني لإدارة معلومات الطاقة EIA. تم اعتماد هذا المتغير لرصد درجة ارتباط النمو الاقتصادي في الجزائر بسعر البترول، بعبارة أخرى، درجة تبعية الوضع الاقتصادي الوطني للتطورات الحاصلة على مستوى أسواق الطاقة العالمية.

## 2. الاختبارات على السلاسل الزمنية

سنقوم في هذه الفقرة باختبار استقرار السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة، فضلا عن اختبار مدى توفرها على خاصية التكامل المشترك، وذلك للتأكد من ملائمة استخدامها في عملية تقدير النموذج.

### 1.2. اختبار ديكي-فولر الموسع ADF على السلاسل الزمنية

سنقوم في هذه الفقرة بإجراء اختبار ADF لكل سلسلة زمنية على حدة.

### 1.1.2. اختبار ADF على السلسلة RPGDP

يشير تقدير النموذج III بالنسبة للبيانات الأصلية إلى أن الاتجاه الزمني (linear trend) ليس معنويا ( $\text{prob}=0.60 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 1.1). عند تقدير النموذج II، اتضح أن الحد الثابت (constant) ليس معنويا بدوره ( $\text{prob}=0.81 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 2.1). كما أن تقدير النموذج I بين أن قيمة إحصائية ADF المقدره بـ (2.07) أقل من القيمة الحرجة\* (critical value) عند مستوى المعنوية 1% والمقدرة بـ (-2.62). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة (السلسلة غير مستقرة). وفقا لما سبق، نقوم في مرحلة ثانية بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

### الجدول 4.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة RPGDP

بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)			عند المستوى (at level)			إحصائية ADF	القيم الحرجة
النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II	النموذج III		
-5.930027	-6.668792	-6.626685	2.070359	-0.755123	-3.189518	1%	
-2.625606	-3.610453	-4.211868	-2.625606	-3.653730	-4.262735	5%	
-1.949609	-2.938987	-3.529758	-1.949609	-2.957110	-3.552973	10%	
-1.611593	-2.607932	-3.196411	-1.611593	-2.617434	-3.209642		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية RPGDP، يشير تقدير النموذج III، إلى أن قيم إحصائية ADF المقدره بـ (-6.62) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي (-4.21، -3.52، -3.19)، وعليه، فإن السلسلة أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

### 2.1.2. اختبار ADF على السلسلة KAOPEN

يظهر تقدير النموذج III أن الاتجاه الزمني ليس معنويا ( $\text{prob}=0.15 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 7.1). عند تقدير النموذج II، اتضح أن الحد الثابت ليس معنويا كذلك

\* النتائج تؤخذ بالقيمة المطلقة.

( $\text{prob}=0.33 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 8.1)؛ كما أن تقدير النموذج I بين أن قيمة إحصائية ADF المقدرة بـ (-0.98) أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-2.62 ، -1.94 ، -1.61). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة. وفقا لما سبق، نقوم في مرحلة ثانية بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

#### الجدول 5.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة KAOPEN

بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)			عند المستوى (at level)			إحصائية ADF	القيم الحرجة
النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II	النموذج III		
-11.02724	-10.86730	-10.84093	-0.984874	-1.882485	-2.960264		
-2.625606	-3.610453	-4.211868	-2.624057	-3.605593	-4.205004	1%	
-1.949609	-2.938987	-3.529758	-1.949319	-2.936942	-3.526609	5%	
-1.611593	-2.607932	-3.196411	-1.611711	-2.606857	-3.194611	10%	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية KAOPEN، يشير تقدير النموذج III، إلى أن قيم إحصائية ADF المقدرة بـ (-10.84) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي (-4.21 ، -3.52 ، -3.19). وعليه، فإن السلسلة قد أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

#### 3.1.2. اختبار ADF على السلسلة FDI

يشير تقدير النموذج الثالث إلى أن الاتجاه الزمني ليس معنويا ( $\text{prob}= 0.11 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 13.1). بالنسبة لتقدير النموذج II يتضح أن الحد الثابت ليس معنويا ( $\text{prob}= 0.61 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 14.1). يشير تقدير النموذج I إلى أن قيمة إحصائية ADF المقدرة بـ (-0.41) أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-2.62 ، -1.94 ، -1.61). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة. وفقا لما سبق، نقوم في مرحلة ثانية بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

#### الجدول 6.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة FDI

بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)			عند المستوى (at level)			إحصائية ADF	القيم الحرجة
النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II	النموذج III		
-6.632185	-6.589319	-6.562572	-0.411529	-1.318238	-4.095261	1%	
-2.627238	-3.615588	-4.219126	-2.627238	-3.615588	-4.205004	5%	
-1.949856	-2.941145	-3.533083	-1.949856	-2.941145	-3.526609	10%	
-1.611469	-2.609066	-3.198312	-1.611469	-2.609066	-3.194611		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية FDI، يشير تقدير النموذج الثالث، إلى أن قيم إحصائية ADF المقدر بـ (-6.56) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي (-4.21، -3.53، -3.19)؛ وعليه، فإن السلسلة قد أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

#### 4.1.2. اختبار ADF على السلسلة TRADE

يوضح تقدير النموذج الثالث بأن الاتجاه الزمني ليس معنويا ( $\text{prob} = 0.75 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 19.1). بالنسبة لتقدير النموذج II يتضح أن الحد الثابت ليس معنويا ( $\text{prob} = 0.49 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 20.1). يشير تقدير النموذج I إلى أن قيمة إحصائية ADF المقدر بـ (0.08) أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-2.62، -1.94، -1.61). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة. وفقا لما سبق، نقوم بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

#### الجدول 7.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة TRADE

بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)			عند المستوى (at level)			إحصائية ADF	القيم الحرجة
النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II	النموذج III		
-5.360794	-5.331249	-5.250421	0.080939	-1.555516	-1.649618	1%	
-2.625606	-3.610453	-4.211868	-2.624057	-3.605593	-4.205004	5%	
-1.949609	-2.938987	-3.529758	-1.949319	-2.936942	-3.526609	10%	
-1.611593	-2.607932	-3.196411	-1.611711	-2.606857	-3.194611		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذنا للفرق الأول، يظهر تقدير النموذج الثالث، أن قيم إحصائية ADF المقدر ب (-5.25) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي (-4.21، -3.52، -3.19). وعليه، فإن السلسلة TRADE قد أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

#### 5.1.2. اختبار ADF على السلسلة M2

يظهر تقدير النموذج III أن الاتجاه الزمني ليس معنويا ( $\text{prob}=0.37 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 25.1). عند تقدير النموذج II، اتضح أن الحد الثابت ليس معنويا كذلك ( $\text{prob}=0.15 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 26.1)؛ كما أن تقدير النموذج I بين أن قيمة إحصائية ADF المقدر ب (-0.36) أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-2.62، -1.94، -1.61). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة. وفقا لما سبق، نقوم في مرحلة ثانية بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

#### الجدول 8.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة M2

		عند المستوى (at level)			بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)	
		النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II
إحصائية ADF		-0.362918	-2.376130	-5.316966	-5.447295	-5.368830
	1%	-2.627238	-3.610453	-4.219126	-2.627238	-3.615588
	5%	-1.949856	-2.938987	-3.533083	-1.949856	-2.941145
	10%	-1.611469	-2.607932	-3.198312	-1.611469	-2.609066

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية M2، يشير تقدير النموذج III، إلى أن قيم إحصائية ADF المقدر ب (-5.31) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي (-4.21، -3.53، -3.19)؛ وعليه، فإن السلسلة قد أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

### 6.1.2. اختبار ADF على السلسلة INT

يبين تقدير النموذج III بأن الاتجاه الزمني ليس معنويا ( $\text{prob} = 0.88 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 31.1). بالنسبة لتقدير النموذج II يتضح أن الحد الثابت ليس معنويا ( $\text{prob} = 0.55 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 32.1). يشير تقدير النموذج I إلى أن قيمة إحصائية ADF المقدره بـ (-0.72) أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-2.62، -1.94، -1.61). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة (السلسلة غير مستقرة). وفقا لما سبق، نقوم بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

### الجدول 9.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة INT

بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)			عند المستوى (at level)			إحصائية ADF	القيم الحرجة
النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II	النموذج III		
-4.314271	-4.257222	-4.269458	-0.728601	-2.884212	-1.246335	1%	
-2.625606	-3.610453	-4.211868	-2.625606	-3.626784	-4.211868	5%	
-1.949609	-2.938987	-3.529758	-1.949609	-2.945842	-3.529758	10%	
-1.611593	-2.607932	-3.196411	-1.611593	-2.611531	-3.196411		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذنا للفرق الأول، يظهر تقدير النموذج الثالث، أن قيم إحصائية ADF المقدره بـ (-4.26) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي (-4.21، -3.52، -3.19)، وعليه، فإن السلسلة INT قد أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

### 7.1.2. اختبار ADF على السلسلة INF

يشير تقدير النموذج III بالنسبة للبيانات الأصلية إلى أن الاتجاه الزمني ليس معنويا ( $\text{prob} = 0.59 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 37.1). عند تقدير النموذج II، اتضح أن الحد الثابت ليس معنويا بدوره ( $\text{prob} = 0.31 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 38.1). كما أن تقدير النموذج I بين أن قيمة إحصائية ADF المقدره بـ (-1.27) أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-2.62، -1.94، -1.61)؛ وبالتالي فإننا نقبل الفرضية

العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة. وفقا لما سبق، نقوم في مرحلة ثانية بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

#### الجدول 10.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة INF

بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)			عند المستوى (at level)			إحصائية ADF	القيم الحرجة
النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II	النموذج III		
-5.797033	-5.720141	-5.711611	-1.279109	-1.921802	-1.971993		
-2.625606	-3.610453	-4.211868	-2.624057	-3.605593	-4.205004	1%	
-1.949609	-2.938987	-3.529758	-1.949319	-2.936942	-3.526609	5%	
-1.611593	-2.607932	-3.196411	-1.611711	-2.606857	-3.194611	10%	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية INF، يشير تقدير النموذج III، إلى أن قيم إحصائية ADF المقدره بـ (-5.71) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي (-4.21، -3.52، -3.19). وعليه، فإن السلسلة أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

#### 8.1.2. اختبار ADF على السلسلة EXC

يبين تقدير النموذج III بأن الاتجاه الزمني ليس معنويا ( $\text{prob} = 0.6 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 43.1). بالنسبة لتقدير النموذج II يتضح أن الحد الثابت ليس معنويا ( $\text{prob} = 0.91 > 0.05$ ) (أنظر الملحق I: الجدول 44.1). يشير تقدير النموذج I إلى أن قيمة إحصائية ADF المقدره بـ (0.74) أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-2.62، -1.94، -1.61). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة. وفقا لما سبق، نقوم بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

#### الجدول 11.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة EXC

بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)			عند المستوى (at level)			إحصائية ADF	القيم الحرجة
النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II	النموذج III		
-3.230128	-3.610055	-3.613994	0.740166	-0.316864	-1.950484		
-2.625606	-3.610453	-4.211868	-2.625606	-3.610453	-4.211868	1%	
-1.949609	-2.938987	-3.529758	-1.949609	-2.938987	-3.529758	5%	
-1.611593	-2.607932	-3.196411	-1.611593	-2.607932	-3.196411	10%	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذنا للفرق الأول، يظهر تقدير النموذج الثالث، أن قيم إحصائية ADF المقدر بـ (-3.61) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 5% و 10% على التوالي (-3.52، -3.19). وعليه، فإن السلسلة EXC قد أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

### 9.1.2. اختبار ADF على السلسلة OIL

يبين تقدير النموذج III بأن الاتجاه الزمني ليس معنويا (prob= 0.74 > 0.05) (أنظر الملحق I: الجدول 49.1). بالنسبة لتقدير النموذج II يتضح أن الحد الثابت ليس معنويا (prob= 0.84 > 0.05) (أنظر الملحق I: الجدول 50.1). يشير تقدير النموذج I إلى أن قيمة إحصائية ADF المقدر بـ (1.24) أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-2.62، -1.94، -1.61). وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة. وفقا لما سبق، نقوم بأخذ الفرق الأول للسلسلة الزمنية.

### الجدول 12.4. نتائج اختبار ADF على السلسلة OIL

بعد أخذ الفرق الأول (first differencing)			عند المستوى (at level)			إحصائية ADF	القيم الحرجة
النموذج I	النموذج II	النموذج III	النموذج I	النموذج II	النموذج III		
-7.977904	-8.321224	-8.322100	1.241008	-0.652096	-1.662032	1%	
-2.625606	-3.610453	-4.211868	-2.625606	-3.605593	-4.205004	5%	
-1.949609	-2.938987	-3.529758	-1.949609	-2.936942	-3.526609	10%	
-1.611593	-2.607932	-3.196411	-1.611593	-2.606857	-3.194611		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد أخذنا للفرق الأول، يظهر تقدير النموذج الثالث، أن قيم إحصائية ADF المقدر بـ (-8.32) قد تجاوزت القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على التوالي: (-4.21، -3.52، -3.19). وعليه، فإن السلسلة OIL قد أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول.

## 2.2. اختبارات التكامل المشترك على السلاسل الزمنية

سنقوم في هذه الفقرة باختبار مدى توفر السلاسل الزمنية المدروسة على خاصية التكامل المشترك، وذلك باعتماد اختباري Engel and Granger من جهة، واختبار Johansen من ناحية أخرى لغرض التأكد من صحة النتائج.

### 1.2.2. إختبار Johansen للتكامل المشترك على السلاسل الزمنية

يشير اختبار الأثر (الجدول 13.4) إلى أن نسبة الاحتمال للفرضية العدمية الأولى (لا شيء) القائلة بعدم وجود أشعة للتكامل المشترك (جميع متغيرات النموذج لا تتمتع بخاصية التكامل المشترك) تساوي (0.0000) وهي أقل من 0.05، وبالتالي فإننا نرفض  $H_0$ ، الأمر الذي يؤكد على أن هناك علاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج. يمكن التحقق من النتائج بطريقة أخرى، إذ نلاحظ من الجدول 13.4 أن قيمة احصائية الأثر (365.77) تفوق القيمة الحرجة (197.37) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي فإننا نرفض  $H_0$ .

الجدول 13.4. اختبار Johansen للتكامل المشترك (الأثر)

الاحتمال**	القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%	إحصائية الأثر (Trace Statistic)	جذور أيقن (Eigen value)	فرضيات عدد المتجهات المتكاملة
0.0000	197.3709	365.7793	0.962713	لا شيء*
0.0000	159.5297	253.9496	0.936089	على الأكثر 1*
0.0001	125.6154	160.4405	0.830209	على الأكثر 2*
0.0240	95.75366	100.1522	0.699925	على الأكثر 3*
0.2599	69.81889	59.22559	0.523778	على الأكثر 4
0.5018	47.85613	34.00201	0.405645	على الأكثر 5
0.6901	29.79707	16.31251	0.281311	على الأكثر 6
0.8001	15.49471	5.081390	0.126057	على الأكثر 7
0.4794	3.841466	0.500219	0.014605	على الأكثر 8

يشير اختبار الأثر إلى وجود 4 علاقات للتكامل المشترك عند مستوى المعنوية 5%.

\* تشير إلى رفض الفرضية العدمية عند مستوى المعنوية 5%.

\*\* تبني القيم المعيارية ماكينون-هوج-ميشيلس (1999).

المصدر: حسابات الباحث باعتماد برمجية Eviews.

بالنسبة للفرضية العدمية الثانية القائلة بوجود شعاع تكامل مشترك وحيد على الأكثر (at most)، تشير نتائج الجدول 13.4 إلى أن  $(\text{prob} = 0.0000 < 0.05)$  مما يعني رفض  $H_0$ ، وتؤكد ذلك قيمة احصائية الأثر (253.94) التي تجاوزت القيمة الحرجة (159.52) عند مستوى المعنوية 5%، أي أن هناك شعاع تكامل مشترك على الأقل في النظام؛ أما بالنسبة للفرضية العدمية الثالثة، القائلة بوجود اثنتين من علاقات التكامل المشترك على الأكثر، فإن  $(\text{prob} = 0.0001 < 0.05)$  مما يعني رفض  $H_0$ ، أي أن هناك اثنتين من علاقات التكامل المشترك على الأقل. وتظهر نتائج الجدول 13.4 أن هناك أربعة من علاقات التكامل المشترك في النظام عند مستوى المعنوية 5% (أنظر الملحق II: الجدول 5.2). لأجل التأكد من صحة النتائج التي قدمها اختبار الأثر، دعنا نقوم الآن باختبار القيمة الذاتية القصوى (max-eigen).

الجدول 14.4. اختبار Johansen للتكامل المشترك (القيمة الذاتية القصوى)

الاحتمال**	القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%	إحصائية القيمة الذاتية القصوى (Max-Eigen Statistic)	جذور أيقن (Eigen value)	فرضيات عدد المتجهات المتكاملة
0.0000	58.43354	111.8296	0.962713	لا شيء*
0.0000	52.36261	93.50907	0.936089	على الأكثر 1*
0.0009	46.23142	60.28832	0.830209	على الأكثر 2*
0.0400	40.07757	40.92663	0.699925	على الأكثر 3*
0.3701	33.87687	25.22358	0.523778	على الأكثر 4
0.5211	27.58434	17.68950	0.405645	على الأكثر 5
0.6242	21.13162	11.23112	0.281311	على الأكثر 6
0.7935	14.26460	4.581171	0.126057	على الأكثر 7
0.4794	3.841466	0.500219	0.014605	على الأكثر 8

يشير اختبار الأثر إلى وجود 4 من علاقات التكامل المشترك عند مستوى المعنوية 5%.

\* تشير إلى رفض الفرضية العدمية عند مستوى المعنوية 5%.

\*\* تبني القيم المعيارية ماكينون-هوج-ميشيلس (1999).

المصدر: حسابات الباحث باعتماد برمجية Eviews.

يشير اختبار القيمة الذاتية القصوى (الجدول 14.4) إلى أن نسبة الاحتمال للفرضية

العدمية الأولى (لا شيء) القائلة بعدم وجود لأشعة التكامل المشترك تساوي (0.0000) وهي أقل

من 0.05، وبالتالي فإننا نرفض  $H_0$ ، الأمر الذي يؤكد على أن هناك علاقة طويلة الأجل بين

متغيرات النموذج. يمكن التحقق من النتائج بطريقة أخرى، إذ نلاحظ من الجدول 14.4 أن قيمة احصائية القيمة الذاتية القسوى (111.82) تفوق القيمة الحرجة (58.43) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي فإننا نرفض  $H_0$ . بالنسبة للفرضية العدمية الثانية القائلة بوجود شعاع تكامل مشترك وحيد على الأكثر، تشير نتائج الجدول 14.4 إلى أن  $(\text{prob} = 0.0000 < 0.05)$  مما يعني رفض  $H_0$ ، وتؤكد ذلك قيمة احصائية القيمة الذاتية القسوى (93.50) التي تجاوزت القيمة الحرجة (52.36) عند مستوى المعنوية 5%، أي أن هناك شعاع تكامل مشترك وحيد على الأقل في النظام. أما بالنسبة للفرضية العدمية الثالثة، القائلة بوجود اثنتين من علاقات التكامل المشترك على الأكثر، فإن  $(\text{prob} = 0.0009 < 0.05)$  مما يعني رفض  $H_0$ ، أي أن هناك اثنتين من علاقات التكامل المشترك على الأقل. وتظهر نتائج الجدول 14.4 أن هناك أربعة من علاقات التكامل المشترك في النظام على الأكثر عند مستوى المعنوية 5% (أنظر الملحق II: الجدول 5.2).

### 2.2.2. اختبار Engle and Granger للتكامل المشترك على السلاسل الزمنية

حتى نتمكن من تقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، لا بد من أن تتمتع هذه الأخيرة بخاصية التكامل المشترك، ولقد أظهر اختبار Johansen أن متغيرات الدراسة تتمتع بهذه الخاصية. يمكن التأكد من ذلك أيضا باعتماد اختبار (Engle-Granger)، ويتم ذلك كما تمت الإشارة من قبل على مرحلتين. نقوم في المرحلة الأولى بتقدير علاقة الانحدار بين متغيرات الدراسة باعتماد طريقة OLS؛ ثم في مرحلة ثانية نقوم بإجراء اختبار جذر الوحدة على الحد العشوائي المتأني من علاقة الانحدار المقدر. يلخص الجدول الموالي نتائج الانحدار الخطي بين متغيرات الدراسة.

الجدول 15.4. اختبار Engle and Granger للتكامل المشترك

الاحتمال	إحصائية (t)	الخطأ المعياري	المعامل	المتغير
0.9333	-0.084429	578.1712	-48.81433	الثابت
0.0009	-3.689509	117.0251	-431.7652	KAOPEN
0.0415	-2.132998	38.22785	-81.53994	FDI
0.0496	1.408676	4.782840	6.737471	TRADE
0.0001	4.656258	4.117403	19.17169	M2
0.0789	1.821302	21.79897	39.70250	INT
0.2018	1.306102	5.331696	6.963739	INF
0.0000	4.889817	1.480733	7.240512	EXC
0.0000	5.124431	1.623153	8.317733	OIL
0.903982				معامل التحديد
0.000000				احتمال إحصائية فيشر (F)
1.496502				إحصائية دارين واتسون Durbin-Watson (DW)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

بعد تقدير معادلة الانحدار، نقوم الآن باختبار استقرار الحد العشوائي.

الجدول 16.4. اختبار استقرار الحد العشوائي

الاحتمال	إحصائية (t)	إحصائية اختبار ديكي-فولر المعزز (ADF)	
0.0005	-4.766863	القيم الحرجة	
	-3.626784	% 1	
	-2.945842	% 5	
	-2.611531	% 10	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

يتضح من الجدول السابق أن إحصائية اختبار ADF قد بلغت (-4.766863) وهي تفوق

القيم الحرجة المستخرجة من جداول<sup>1</sup> MacKinnon (2010)، عند مستويات المعنوية 5% و 10%

على التوالي: (-4.7048، -4.4242)، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر

الوحدة.

فضلا عن ذلك، تشير نتائج اختبار (Breusch-Godfrey) إلى أن قيمة الاحتمال تساوي

( $\text{prob}=0.25 > 0.05$ ) (أنظر الملحق II: الجدول 3.2) وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة

<sup>1</sup> MacKinnon, J. G. (2010). Critical Values for Cointegration Tests, Queen's Economics Department Working Paper n° 1227, p. 9.

بعدم وجود ارتباط سلسلي (ذاتي) للحد العشوائي. أما في ما يتعلق باختبار (Breusch-Pagan-Godfrey)، فإن النتائج تظهر أن قيمة الاحتمال تساوي (prob= 0.26 > 0.05) (أنظر الملحق II: الجدول 4.2)، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن الحد العشوائي يتميز بثبات التباين (homoscedastic). أما بالنسبة لاختبار (Jarque-Bera)، فتشير النتائج إلى أن قيمة الاحتمال تساوي (prob=0.35 > 0.05) (أنظر الملحق II: البيان 1.2)، وعليه فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن الحد العشوائي يتبع التوزيع الطبيعي. تؤكد كل هذه النتائج على أن الانحدار المقدر ليس زائفاً. وعليه فإن السلاسل الزمنية تتمتع بخاصية التكامل المشترك وفقاً لمقاربة Engel and Granger.

### 3. تقدير نموذج تصحيح الخطأ من متغيرات الدراسة

تشير نتائج نموذج ECM (أنظر الملحق III: الجدول 1.3) إلى أن قيمة معامل التحديد تقدر بـ (0.7112) أي أن 71.12% من التغيرات الحاصلة على مستوى النمو الاقتصادي في الفترة القصيرة تفسره المتغيرات المستقلة في نموذج ECM، مما يؤكد على جودة توفيق النموذج المقدر؛ كما أن قيمة معامل التحديد أصغر من قيمة احصائية دارين واتسون، مما يشير إلى أن النموذج المقدر ليس زائفاً. أيضاً، تشير قيمة احصائية فيشر المقدرة بـ (0.000039) والتي تقل عن 0.05 إلى رفض الفرضية العدمية القائلة بعدم معنوية النموذج ككل. من جهة أخرى، نجد أن قيمة معامل حد تصحيح الخطأ (error correction term) سالبة (-0.24) وهي معنوية احصائياً (prob= 0.01) (أنظر الجدول 17.4). بعبارة أخرى، تبلغ سرعة تصحيح الخطأ (speed of adjustment) < 0.05) للاختلال في النظام معدل 24% سنوياً.

الجدول 17.4. نموذج تصحيح الخطأ

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	إحصائية (t)	الاحتمال
الثابت	40.06559	13.97756	2.866423	0.0081
تفاضل (KAOPEN)	-358.7342	58.09403	-6.175062	0.0000
تفاضل (FDI)	-17.05852	17.21989	-0.990629	0.3310
تفاضل (TRADE)	2.826212	3.126582	0.903930	0.3743
تفاضل (M2)	4.391889	3.047659	1.441070	0.1615
تفاضل (INT)	-10.56826	16.66490	-0.634163	0.5315
تفاضل (INF)	3.019665	3.036011	0.994616	0.3291
تفاضل (EXC)	-4.281030	5.140386	-0.832823	0.4125
تفاضل (OIL)	0.660971	2.081321	0.317573	0.7533
معلمة حد تصحيح الخطأ (U)	-0.247627	0.150369	-1.646802	0.0116
معامل التحديد	0.711228			
إحصائية (F)	0.000039			
إحصائية دارين واتسون Durbin-Watson (DW)	1.468925			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews

فضلا عن ذلك، تشير نتائج اختبار (Breusch-Godfrey) إلى أن قيمة الاحتمال تساوي (prob=0.07 > 0.05) (أنظر الملحق III: الجدول 2.3) وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود ارتباط سلسلي (ذاتي) للحد العشوائي. أما في ما يتعلق باختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) ، فإن النتائج تظهر أن قيمة الاحتمال (prob= 0.06 > 0.05) (أنظر الملحق III: الجدول 3.3)، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن الحد العشوائي يتميز بثبات التباين (homoscedastic). أما بالنسبة لاختبار (Jarque-Bera)، فتشير النتائج إلى أن قيمة الاحتمال (prob=0.69 > 0.05) (أنظر الملحق III: البيان 1.3)، وعليه فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن الحد العشوائي يتبع التوزيع الطبيعي. تؤكد كل هذه النتائج على أن الانحدار المقدر ليس زائفاً، وبالتالي فإن متغيرات النموذج تجمع بينها علاقة توازنية طويلة الأجل.

#### 4. مناقشة النتائج واختبار فرضيات الدراسة

يتضح من الجدول 15.4 أن قيمة معامل التحديد تقدر بـ (0.9039) أي أن 90.39% من التغيرات الحاصلة في النمو الاقتصادي تفسر من خلال التغيرات الحاصلة في المتغيرات المستقلة

التي يتضمنها النموذج المقدر، وهو ما يشير إلى جودة توفيق هذا الأخير. كذلك، يتضح أن قيمة معامل التحديد تقل عن قيمة احصائية دارين واتسن (Durbin-Watson (DW البالغة (1.49)، وهو مؤشر جيد عن كون الانحدار المقدر غير زائف. بالنسبة لمعاملات النموذج المقدر، نجد أنها كانت جميعها معنوية احصائيا حيث أن قيمة الاحتمال كانت أقل من نسبة 5%، باستثناء معلمتي معدل الفائدة الاسمي INT ومعدل التضخم INF. في ما يتعلق بمعنوية النموذج ككل، يتضح من قيمة احتمال احصائية فيشر (F-statistic) البالغة (0.0000) والتي تقل عن 5%، أنه يمكننا رفض الفرضية العدمية القائلة بعدم معنوية النموذج ككل، وبالتالي فإن النموذج المقدر معنوي؛ هذا يعني أن جميع المتغيرات المستقلة في النموذج المقدر يمكنها أن تؤثر مجتمعة في النمو الاقتصادي. بعد التأكد من تمتع السلاسل الزمنية بخاصية التكامل المشترك، نخلص إلى أن علاقة الانحدار المقدر وفقا للجدول 15.4 هي علاقة مستقرة وطويلة الأجل، وعليه يمكننا كتابة النموذج التالي:

$$RPGDP_t = -48.81 - 431.76 KAOPEN_t - 81.53 FDI_t + 6.73 TRADE_t + 19.17 M2_t + 39.70 INT_t + 6.96 INF_t + 7.24 EXC_t + 8.31 OIL_t + \varepsilon_t \dots (48.4)$$

#### 1.4. العلاقة بين التحرير المالي الرسمي KAOPEN والنمو الاقتصادي

تشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين مؤشر التحرير المالي الرسمي KAOPEN والنمو الاقتصادي، حيث أن قيمة احتمال قدرته بـ (0.0009) وهي أقل من 0.05 (أنظر الجدول 15.4). بعبارة أخرى، إن ارتفاعا بوحدة واحدة في المؤشر KAOPEN (زيادة الانفتاح المالي) يخفض النمو الاقتصادي بمقدار (431.76) وحدة، ما يعني قبول الفرضية البديلة الأولى H1 لهذا البحث، والقائلة بوجود علاقة ذات دلالة احصائية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر.

#### 2.4. العلاقة بين التحرير المالي الفعلي FDI والنمو الاقتصادي

في ما يتعلق بالتحرير المالي الفعلي الممثل بنسبة تدفقات FDI إلى إجمالي الناتج المحلي، توصلت الدراسة الحالية إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين هذا المؤشر والنمو الاقتصادي، حيث أن نسبة احتمال تساوي  $(\text{prob}=0.04 < 0.05)$  (أنظر الجدول 15.4)؛ إذ أن زيادة بوحدة واحدة في نسبة تدفقات FDI إلى إجمالي الناتج المحلي سوف تخفض النمو الاقتصادي بمقدار (81.53) وحدة، مما يؤكد على صحة الفرضية البديلة الأولى H1 لهذا البحث.

#### 3.4. العلاقة بين تحرير التجارة الخارجية TRADE والنمو الاقتصادي

بالنسبة لمؤشر تحرير التجارة الخارجية TRADE، توصلت الدراسة الحالية إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية، بين هذا المؤشر والنمو الاقتصادي  $(\text{prob}= 0.04 < 0.05)$ ، إذ أن زيادة بوحدة واحدة في نسبة الانفتاح التجاري سوف ترفع النمو الاقتصادي بمقدار (6.73) مما يدل على صحة الفرضية البديلة الثانية H2 لهذا البحث (أنظر الجدول 15.4).

#### 4.4. العلاقة بين التنمية المالية M2 والنمو الاقتصادي

تشير النتائج إلى وجود علاقة ايجابية معنوية بين مؤشر التنمية المالية M2 والنمو الاقتصادي  $(\text{prob}= 0.0001 < 0.05)$ ، إذ أن زيادة بمقدار وحدة واحدة في مؤشر التنمية المالية يرفع من النمو الاقتصادي بمقدار (19.17) (أنظر الجدول 15.4)، ما يعني قبول الفرضية البديلة الثالثة H3 في هذا البحث، والقائلة بوجود علاقة ذات دلالة احصائية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر.

#### 5.4. العلاقة بين معدل الفائدة الاسمي INT والنمو الاقتصادي

تشير النتائج إلى عدم وجود علاقة معنوية بين معدل الفائدة الاسمي INT والنمو

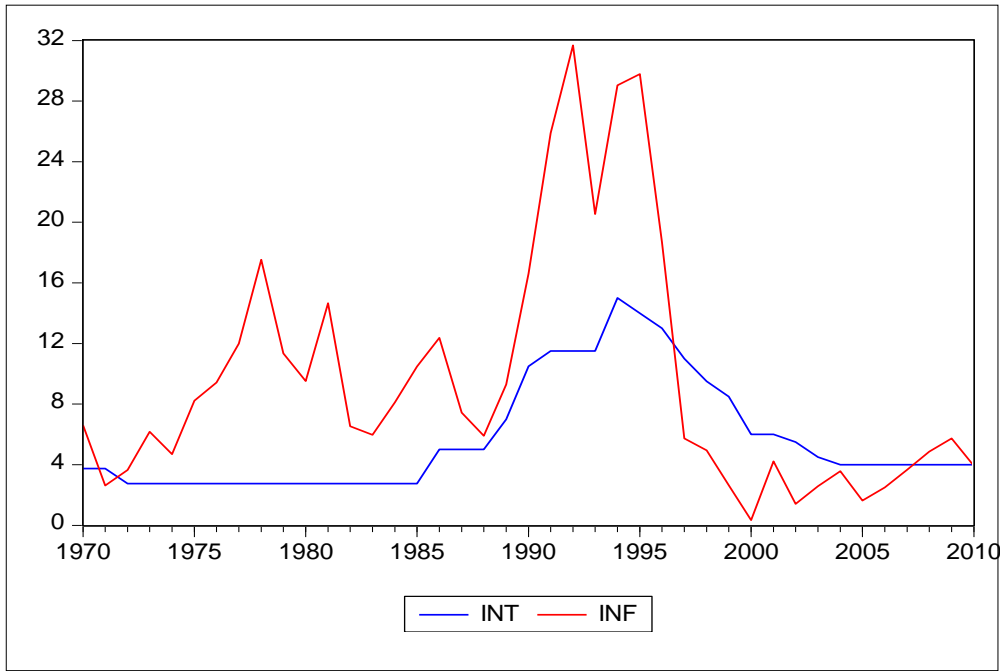
الاقتصادي (prob= 0.07 > 0.05) (أنظر الجدول 15.4).

#### 6.4. العلاقة بين معدل التضخم INF والنمو الاقتصادي

توصلت الدراسة الحالية إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين معدل التضخم

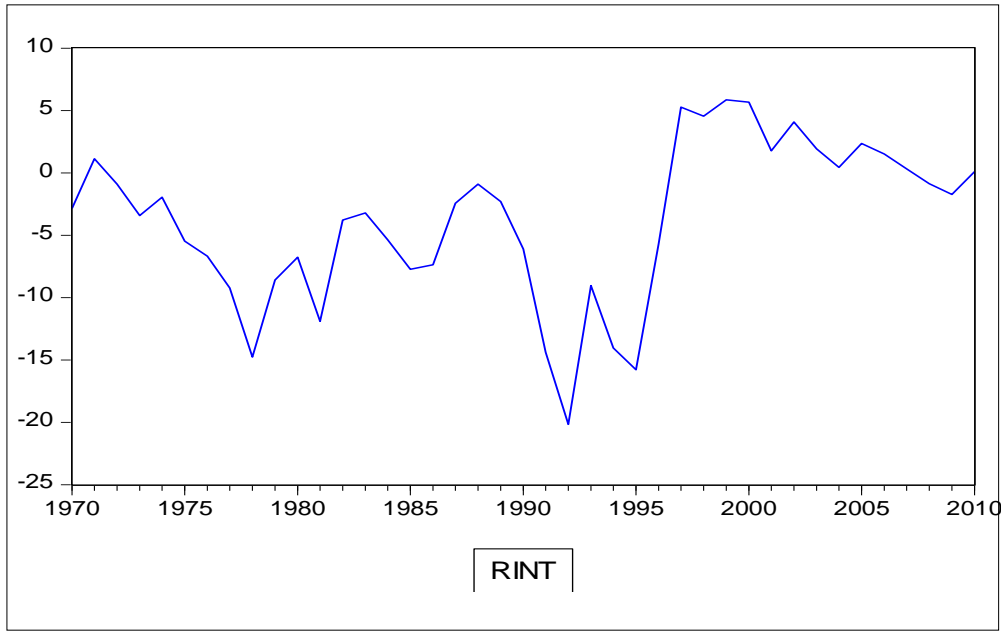
والنمو الاقتصادي في الجزائر، حيث أن نسبة احتمال متغير التضخم تساوي

(prob=0.20 > 0.05) (أنظر الجدول 15.4).



البيان 10.4. سعر الفائدة الاسمي والتضخم في الجزائر، 2010-1970

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.



#### البيان 11.4. سعر الفائدة الحقيقي في الجزائر، 1970-2010\*

\*تم احتساب سعر الفائدة الحقيقي (RINT) على أساس الفرق بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

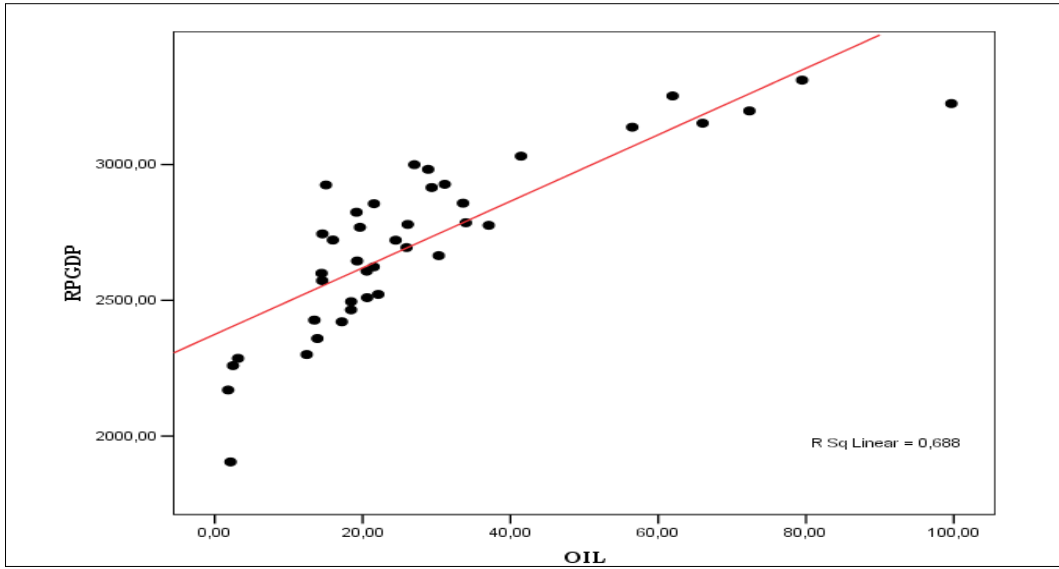
في ما يتعلق بعدم معنوية متغيري سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم، قد يعود ذلك إلى حالة الكبح المالي التي تعيشها الجزائر. إذ يبدو أن أسعار الفائدة الاسمية قد تحررت، وهذا ما حدث فعلا منذ أواخر الثمانينات، إلا أن معدلات التضخم كانت عالية بحيث تجاوزت هذا الارتفاع الاسمي في أسعار الفائدة (أنظر البيان 10.4). خلاصة القول، هي أن أسعار الفائدة الحقيقية بقيت سالبة (أنظر البيان 11.4)، الأمر الذي حيد تأثير تحرير أسعار الفائدة على النمو الاقتصادي.

#### 7.4. العلاقة بين سعر صرف الدينار EXC والنمو الاقتصادي

تشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين سعر صرف الدينار EXC والنمو الاقتصادي (prob= 0.00 < 0.05)، إذ أن زيادة بمقدار وحدة واحدة في سعر الصرف ترفع من النمو الاقتصادي بمقدار (7.24) وحدة في الفترة الطويلة (أنظر الجدول 15.4).

#### 8.4. العلاقة بين سعر البترول OIL والنمو الاقتصادي

توصلت الدراسة الحالية إلى أن هناك علاقة احصائية قوية ومعنوية بين سعر برميل النفط والنمو الاقتصادي في الجزائر، حيث أن نسبة الاحتمال كانت ( $prob=0.00 < 0.05$ ) (أنظر الجدول 15.4). إذ أن زيادة في سعر برميل النفط بوحدة واحدة يؤدي إلى رفع النمو الاقتصادي في الجزائر بمقدار (8.31) وحدة، وهو ما يؤكد على الارتباط الوثيق للاقتصاد الجزائري بأسواق الطاقة العالمية (أنظر البيان 12.4).



#### البيان 12.4. العلاقة بين سعر برميل النفط والنمو الاقتصادي في الجزائر، 1970-2010

المصدر: البيان من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات منظمة الأونكتاد وإدارة معلومات الطاقة.

قدرت قيمة معامل الارتباط بين سعر برميل النفط OIL والنمو الاقتصادي RPDGP بـ 0.82 وهو ارتباط إيجابي قوي يقترب من الواحد الصحيح؛ كما أن قيمة معامل التحديد قدرت بـ 0.688 وهو ما يعني أن قرابة 68.8% من التغيرات الحاصلة على مستوى النمو الاقتصادي في الجزائر تتحدد وفقا لسعر برميل النفط الخام؛ وبالتالي إمكانية تأثر الاقتصاد الوطني بالصدمات التي قد يشهدها الاقتصاد العالمي، وهو ما يؤكد على صحة الفرضية البديلة الرابعة H4 لهذا البحث.

## خلاصة الفصل

بعد العرض والتحليل لأهم الإصلاحات التي شهدتها النظام المصرفي في الجزائر، توضح أنه حتى عام 1990، كان هذا النظام خاضعا للسيطرة الحكومية، وقد تجلى ذلك في مظاهر عدة: كبح معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة حتى تتمكن الحكومة من تمويل المشروعات التي ترى أنها ذات أولوية (وفق ما رسمه المخطط)؛ عدم فتح المجال أمام القطاع الخاص سواء المحلي أو الأجنبي للاستثمار في مجال المصارف. بشكل عام، أسهمت هذه الممارسات وغيرها في تهميش الدور الذي كان لا بد أن تلعبه المصارف في تعزيز النمو الاقتصادي. إلا أن الوضع قد تغير منذ مطلع سنوات التسعينات، أين شهد الاقتصاد الوطني تغيرا جذريا بتبني الجزائر للنهج التحرري، وتحولها من اقتصاد مخطط إلى اقتصاد السوق. فقد تم السماح للقطاع الخاص (محلي وأجنبي) بالاستثمار في المجال المصرفي والمالي، فضلا على أنه تم انشاء بورصة للقيم المنقولة. إلا أنه بعد مرور ما يزيد عن العقدين من الزمن عن أولى الإصلاحات، نجد أن الاقتصاد الجزائري لا زال يعاني من مشكلات الفساد وانعدام الشفافية، وضعف المؤسسات عموما.

كان الغرض الرئيس من هذا البحث هو دراسة العلاقة المحتملة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر. وقد أظهرت نتائج الدراسة القياسية وجود علاقة سلبية بين المتغيرين، وقد يعود ذلك إلى طبيعة تدفقات رؤوس الأموال الوافدة نحو الجزائر، التي هي في معظمها استثمارات موجهة نحو قطاع المحروقات؛ فضلا عن نقص حجم التدفقات الرأسمالية عموما، والذي يمكن ارجاعه إلى ضعف الجانب المؤسسي، ونعني بذلك صعوبة تطبيق العقود، ارتفاع مستويات الفساد، وحتى عدم قدرة القوانين على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية التي يمكن أن تعزز النمو.

الخاتمة

## الخاتمة

طرحت العولمة المالية من قبل أنصارها، كمحفز للتنمية بالنسبة للبلدان النامية الساعية للحاق بركب البلاد الصناعية. مؤمنة بفضائل الليبرالية الاقتصادية ومنافع الانفتاح أمام تنافسية الأسواق الدولية، أخذت البلاد النامية برفع القيود والتحرير الكامل لأنظمتها المالية. كان الغرض من تبني هذه السياسات هو استغلال الأرباح والمزايا التي يقدمها التحرير المالي على غرار التحرير التجاري. في الواقع، يرى أنصار العولمة المالية أنها ترفع من معدل السيولة في الاقتصاد بفضل التدفق المحتمل لرؤوس الأموال الذي يسمح به تحرير حساب رأس المال، كما تسمح أيضا بتقاسم وتنويع أفضل للمخاطر من خلال زيادة الفرص الاستثمارية. فضلا عن ذلك، تسهل العولمة المالية نقل التكنولوجيا التي تحتاجها البلاد النامية، والذي يتزافق مع تملك المؤسسات المالية المحلية من قبل منظمات دولية. قام (Kose et al. (2003, 2006 بإجراء دراستين حول تأثيرات العولمة المالية على الصحة الاقتصادية للبلدان النامية. وقد خلص الباحثون من جهة، إلى شبه غياب للمنافع المباشرة للعولمة المالية. ومن ناحية أخرى، أكدوا على وجود أدلة تجريبية تظهر بأن العولمة المالية تسببت في حدوث أزمات مالية كما أنها أسهمت في زيادة مدى انتشارها. وعليه، فقد اهتموا بدراسة المنافع غير المباشرة التي لا يمكن للبلاد النامية الاستفادة منها إلا في ظل ظروف معينة.

الغرض من هذه الدراسة هو معرفة كيف أن الجزائر باعتبارها بلدا ناميا، يمكن أن تقوم بتعبئة نظامها المالي لخدمة النمو والتنمية الاقتصادية في بيئة معولمة مولدة لعدم الاستقرار والاختلالات الاقتصادية الكلية. تعتبر المقاربة النظرية المتبعة في هذه الدراسة، العولمة المالية على أنها تيار ينتظر من الجزائر والبلاد النامية عموما أن تتماشى معه، وليس عاملا من عوامل التنمية كما ينادي به أنصار التحرير المالي.

كشفت لنا البحث في الأدبيات الاقتصادية المتوفرة حول الموضوع عن اثنتين من النتائج:

- وجود تيار مهيم يرجع النمو الاقتصادي إلى التحرير المالي، وهو ما ذهبت إليه مدرسة الكبح المالي؛

- وجود تيار معارض للطرح السابق، ممثل بالمدرسة البنوية الجديدة التي تؤكد على الطبيعة الخاصة للبلدان النامية، بالأساس من خلال الدور الفاعل للسوق غير الرسمي، كما تطالب بمزيد من التدخل الحكومي في الاقتصاد، خاصة وأن البلاد النامية لم تحقق العتبات الضرورية التي تمكنها من جني منافع العولمة المالية.

هذا التأكيد الأخير هو الذي قادنا إلى تصميم فصول هذه الأطروحة. إذ خصص الفصل الأول لمحاولة وضع خطة للبلدان النامية، لتتمكن عبرها من ضمان تعزيز النمو الاقتصادي، مع الانتفاع من المزايا التي يقدمها الانفتاح المالي الدولي والتقليل من تكاليفه. تقوم هذه الخطة على أساس التحرير المالي التدريجي، فرض ضوابط على تدفقات رؤوس الأموال، وتعزيز آليات أنظمة الرقابة المالية والإشراف المصرفي، فضلا عن تنمية القطاع المالي.

على ضوء ما أتى به الفصل الأول، يؤكد الفصل الثاني من هذا البحث على ضرورة تحقيق الشروط التقليدية المسبقة للتحرير (التحكم في مستويات التضخم، تقييد عجز الميزانية العامة، تنمية النظام المصرفي، تخصيص كميات كافية من احتياطات الصرف، ...) لكن مع ضرورة التأكيد على الشروط ذات الطبيعة المؤسسية والسياسية، والذي يمثل المساهمة التي أتت بها النظرة الجديدة.

لتوضيح جدوى هذا النوع من السياسات، قمنا في الفصل الثالث من هذا البحث بدراسة حالتنا بلدين اختارا نهجا مخالفا عن ذلك الذي يدعو إليه التيار المهيم، تمثلتا في تجربتي كوريا

الجنوبية والصين. كوريا الجنوبية، التي لم تتأثر بالأزمة المالية التي ضربت منطقة جنوب شرق آسيا إلى غاية تخليها على نحو غير ملائم عن سياسة الرقابة على رؤوس الأموال. أما الصين فلم تتأثر بالأزمة الآسيوية، وكان ذلك بفضل اتباعها لسياسة حذرة في مسألة تحرير حساب رأس المال. تعلمنا هاتان التجريبتان أنه من الممكن تجنب اتباع سياسة ليبرالية خالصة، وإمكانية ضمان زيادة النمو الاقتصادي على الرغم من ذلك.

خصص الفصل الرابع من البحث لدراسة الاصلاحات الاقتصادية والمالية التي شهدتها الاقتصاد الجزائري، خاصة منذ مطلع سنوات التسعينات مع اصدار القانون رقم (90-10) المتعلق بالنقد والقرض، والذي مثل نقطة تحول في سير وتنظيم القطاع المالي في الجزائر، حيث تم تحرير أسعار الفائدة وسعر صرف الدينار بصورة تدريجية، فضلا عن استعادة البنك المركزي لاستقلاليتته ودوره كأعلى سلطة نقدية في البلاد، وغيرها من الاصلاحات. إلا أنه على الرغم من الجهود المبذولة، لم يرقى النظام المصرفي الجزائري إلى المستوى المرجو منه لتعزيز التنمية على غرار ما هو حاصل في دول مثل المغرب وتونس. كما أن حجم القروض الموجهة للقطاع الخاص بقيت عند مستويات منخفضة، فضلا عن غياب دور البورصة في تمويل الاقتصاد. كما توصلنا من خلال الدراسة التجريبية إلى أن المتغير الذي يحظى بوزن كبير في تشكيل النمو الاقتصادي في الجزائر هو سعر البترول، حيث أن هذا الأخير يحدد ما يقارب 68.8% من النمو الاقتصادي الوطني، وهو ما يشير إلى حساسية الاقتصاد الجزائري للتقلبات الحاصلة على مستوى أسواق الطاقة الدولية. أما في ما يخص التحرير المالي، فقد خلصت الدراسة الحالية إلى أن لديه تأثيرا سلبيا على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، سواء باعتماد مؤشر التحرير المالي الرسمي KAOPEN أو مؤشر التحرير المالي الفعلي FDI، حيث أن ذلك يعني بأن التدفقات الواردة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحو الجزائر كان لها أثر سلبي على الاقتصاد الوطني في الفترة

الطويلة؛ ولعل ذلك يرجع من جهة إلى الطبيعة الربعية للاقتصاد الجزائري، إذ أن غالبية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر (أزيد من 30%) تنشط في قطاع المحروقات، أما من ناحية أخرى فقد يعود إلى عدم استيفاء الجزائر للعتبات الضرورية التي يجب أن تسبق عملية التحرير، من تنمية القطاع المالي، وتفعيل سيادة القانون ومحاربة الفساد، وغيرها من الشروط. بالنسبة للانفتاح التجاري، توصلت الدراسة الحالية إلى وجود علاقة ايجابية بينه وبين النمو الاقتصادي في الفترة الطويلة، وهو ما يؤكد على اختيار التدرج (sequencing) في عملية التحرير. أما في ما يخص التنمية المالية فقد أكدت الدراسة الحالية على قوة العلاقة الايجابية التي تربطها بالنمو الاقتصادي.

على العموم، توصل البحث الحالي، إلى جملة اقتراحات نوردتها في النقاط التالية:

- العمل على محاربة الفساد وإرساء قواعد الحوكمة، والتي لا تكون إلا بتوفر إرادة سياسية (political will) صادقة؛
- تعديل القوانين التي تحكم تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة للجزائر، حتى ينتفع الاقتصاد الوطني من المزايا التي يقدمها هذا الصنف من التدفقات الرأسمالية مع ضرورة اشتراط نقل التكنولوجيا والخبرات الادارية؛
- اعطاء استقلالية أكبر للبنك المركزي كصانع للسياسة النقدية، فضلا عن تعزيز أنظمة الرقابة المالية والإشراف المصرفي؛
- مواصلة الانفتاح التجاري واعتباره كشرط مسبق للتحرير المالي، مع ضرورة تهيئة المؤسسات الوطنية لمواجهة المنافسة الأجنبية؛

- تطوير القطاع المالي والمضي قدما في عملية خصصة المصارف والتقليل من التدخل الحكومي المباشر في هذا القطاع، واقتصاره على تصحيح الاختلالات؛
- إعادة تأهيل المصارف وتوسيع وظائفها وخدماتها كونها تواجه قصورا بهذا الشأن، فهي تكتفي بتقديم خدمات تقليدية، لذلك ينبغي اعتماد خدمات مصرفية متنوعة قادرة على تعبئة الادخار وامتصاص الكتلة النقدية الموجودة خارج النظام المصرفي؛
- النهوض بالسوق المالي من خلال فتح المجال أمام الأجانب للاستثمار المالي مع ضرورة انتهاج سياسة انتقائية وحذرة بهذا الشأن؛
- العمل على تنويع الاقتصاد الوطني ومحاولة الخروج من دائرة الاعتماد على مورد وحيد متمثل في المحروقات.

حاول هذا البحث أساسا لفت الانتباه، من جهة، إلى عملية التحرير المالي وعلاقتها بالنمو الاقتصادي في الجزائر كما اهتم، من ناحية أخرى، بتأثير التنمية المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر. على العموم، يغطي موضوع البحث العديد من الموضوعات الفرعية الأخرى، مما يتطلب القيام بأبحاث أكثر عمقا في هذا المجال. وهذه، وفقا لرأينا المتواضع، بعض من الموضوعات التي تستحق البحث:

- اعتماد عينة من البلدان النامية، وذلك باستخدام بيانات مقطعية (panel data) لغرض دراسة أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي في هذه المجموعة؛
- دراسة مسببات تخلف القطاع المالي في الجزائر على المستوى الاقتصادي الجزئي، والبحث في سبل النهوض به؛

- دراسة تأثير الصدمات النفطية على الاقتصاد الجزائري، وقياس إمكانية التعرض للمرض

الهولندي (dutch disease)؛

- دراسة تأثير الانفتاح المالي على مستوى أسعار الفائدة والادخار في الجزائر.

# المراجع

## المراجع

### 1. الكتب

#### أ. باللغة العربية

بن أشنهو. عبد اللطيف. (1982). التجربة الجزائرية في التنمية والتخطيط 1962-1980، بن عكنون (الجزائر)، ديوان المطبوعات الجامعية.

حسن بهلول، محمد بلقاسم. (1993). الجزائر بين الأزمة الاقتصادية والسياسية، الجزائر، مطبعة دحلب.

\_\_\_\_\_ . (1999). سياسة تخطيط التنمية وإعادة تنظيم مسارها في الجزائر، الجزء الأول، بن عكنون (الجزائر)، ديوان المطبوعات الجامعية.

عبد القادر عطية، عبد القادر محمد. (2005). الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الاسكندرية (مصر)، الدار الجامعية.

مجيطنه، مسعود. (2013). دروس في المالية الدولية، بن عكنون (الجزائر)، ديوان المطبوعات الجامعية.

الموسوي، ضياء مجيد. (2010). إهتزازات في أسس العولمة، الطبعة الثانية، بن عكنون (الجزائر)، ديوان المطبوعات الجامعية.

#### ب. باللغة الأجنبية

#### باللغة الفرنسية

Aglietta, M. (1995). **Macroéconomie financière : Finance, croissance et cycles**, Tome 1, Paris, La Découverte.

Arrous, J. (1999). **Les théories de la croissance**, Paris, Seuil.

Belhimer, B. (1998). **La Dette Extérieure De l'Algérie : Une Analyse Critique des Politiques d'Emprunts et d'Ajustement**, Alger, Casbah éditions.

- Bettelheim, C. (1979). **Planification et croissance accélérée**, Paris, Maspero.
- Benissad, H. (1994). **Algérie : Restructurations et Réformes Economiques (1979-1993)**, Ben Aknoun (Alger), OPU.
- Bourbonnais, R. (2011). **Econométrie : Manuel et exercices corrigés**, 8<sup>ème</sup> édit, Paris, Dunod.
- Brahimi, A. (1991). **L'économie algérienne**, Ben Aknoun (Alger), OPU.
- Debboub, Y. (2000). **Le Nouveau Mécanisme Economique en Algérie**, Ben Aknoun (Alger), OPU.
- François, P. (1990). **Dictionnaire économique et social**, Paris, Hatier.
- Marx, K. (1977). **Le Capital, Livre III**, Paris, Editions sociales.
- Mignon, V. (2008). **Econométrie : Théorie et applications**, Paris, Economica.
- Penaud, R. et Gaudichet, F. (1985). **Sélectivité du crédit, financement, politique monétaire**, Paris, Economica.
- Rodrik, D. (2008). **Nations et mondialisation**, Paris, La Découverte.
- Rostow, W. W. (1963). **Les étapes de la croissance économique**, Traduit par M.-J. du Rouet, Paris, Seuil.
- Schumpeter, J.A. (1974). **Capitalisme, Socialisme et Démocratie**, Paris, Petite Bibliothèque Payot.
- Sid-Ahmed, A. (1981). **Nord-Sud : Les Enjeux**, Ben Aknoun (Alger), OPU.
- Stiglitz, J. E. (2002). **La grande désillusion**, Traduit par Chemla, P., Paris, Le livre de Poche.
- Villieu, P. (1997). **Macroéconomie : Consommation et épargne**, Paris, La Découverte.

باللغة الانجليزية

Bjork, G. J. (1999). **The Way It Worked and Why It Won't: Structural Change and the Slowdown of U.S. Economic Growth**, Westport, CT; London: Praeger.

Elhanah, H. (2004). **The Mystery of Economic Growth**, Harvard University Press.

Goldsmith, R. W. (1969). **Financial Structure and Development**, Yale University Press, New Haven.

Gujarati, D. (2004). **Basic econometrics**, 4th edit, New York, McGraw-Hill.

Krugman, P. (2009). **The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008**, New York, W. W. Norton & Company.

Mckinnon, R. I. (1973). **Money and Capital in Economic Development**, Washington. D. C, The Brookings Institution.

\_\_\_\_\_. (1991). **The Order of Economic Liberalization : Financial Control in the Transition to a Market Economy**, Baltimore, Johns Hopkins University Press.

Salvatore, D. and Regale, D. (2002). **Statistics and Econometrics**, 2<sup>nd</sup> edit, Schaum's outlines, New York, McGraw-Hill.

Shaw, E.S .(1973). **Financial Deepening in Economic Development**, New York, Oxford University Press.

Taylor, L .(1983). **Structuralist Macroeconomics : Applicable Models for the Third World**, New York, Basic Books.

2. الرسائل والأطروحات

أ. باللغة العربية

دراوسي، مسعود. (2005). **السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي: حالة الجزائر: 1990-2004**، رسالة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، الجزائر.

ب. باللغة الأجنبية

باللغة الفرنسية

Béji, Samouel. (2009). **Le Développement Financier pour les Pays du Sud de la Méditerranée à l'Épreuve de la Mondialisation Financière**, Thèse de doctorat, Université Paris XIII-Nord.

### 3. المجلات، التقارير وأوراق العمل

#### أ. باللغة العربية

بطاهر، علي (2004). سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، *مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا*، جامعة الشلف، العدد. 1، السداسي. 2، 179-212.

سليمان، ناصر. (2006). النظام المصرفي الجزائري واتفاقيات بازل، *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*، جامعة سطيف، العدد. 6، 151-162.

#### ب. باللغة الأجنبية

#### باللغة الفرنسية

Agenor, P-R. (2001). Mouvements de capitaux, régimes de change et libéralisation financière, **Finances et Développement au Maghreb**, n°28.

Aglietta, M. (1998). Comment réguler les crises financières internationales ?, **Sciences Humaines**, Hors série n° 22, septembre/octobre.

Amable, B. et Chatelain, J-B. (1995). Efficacité des systèmes financiers et développement économique, **Économie internationale**, n° 61, Vol. 1, 99-130.

Banque d'Algérie. (2001). **Media BANK**, publication Bimestrielle, n°56, octobre/novembre.

Banque mondiale. (1997). Les marchés financiers informels et l'intermédiation financière dans 4 pays africains, **Findings**, n°79.

Barthélemy J-C et Varoudakis A. A. (1998). Développement financier, réformes financières et croissance : une approche en données de panel, **Revue économique**, Vol. 49, n° 1, 195-206.

Benissad, H. (1997). Le Plan d'Ajustement Structurel, **Confluences**, Automne 1997.

Bernou, N. and Grondin, M. (2001). Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque, **Groupe d'Analyse et de Théorie Economique**, document de travail, no 12.

Bouzar, C., et Ammour, B. (2011). La bancarisation dans le contexte de libéralisation financière en Algérie, **CREAD**, n° 95, 53-78.

Boyer, R., Dehove, M. and Plihon, D .(2004). Les crises financières, **La documentation française**, Paris.

Chebbi, M. J .(2006). Les effets de la supervision et de la réglementation sur les crises bancaires, **Cahiers de l'EURISCO**, n°06.

De Bernis. G. D. (1971). Les Industries Industrialisantes et les Options Algériennes, **Tiers monde**, Tome 12, n° 47, 545-563.

Fouda, S. et Saïdane, D. (1998). Institutions : Contraintes nécessaires pour un développement financier à moindre risque, **Techniques financières et développement**, n°52.

Geoffron, P. et Plihon, D. (1998). La corrosion financière des modèles industriels asiatiques, **Revue d'économie industrielle**, n°86.

Guillaumont Jeanneney, S. et Kpodar, K. R. (2004). Développement financier, instabilité financière et croissance économique, **Centre d'Études et de Recherches sur le Développement International CERDI**, Etudes et Documents, n°13.

Huang, H. et Wajid, S. K. (2002). La stabilité du système financier international, **Finances et Développement**, Vol. 39, n° 3, 13-16.

Jacquet, P .(1999). Deux décennies de mondialisation financière, **Politique Etrangère**, n°3, p. 8.

Jégourel, Y. et Teïletche, J .(2001). Globalisation financière et autonomie de la politique monétaire, **Revue Economique**, Vol. 52, n°2.

Kpodar, K. (2004). Le développement financier et la problématique de réduction de la pauvreté, **Centre d'Études et de Recherches sur le Développement International CERDI**, Etudes et Documents, n°8.

Laurent, P., Ennajar, R., Meunier, N. et Seltz, V .(2003). Sorties de capitaux : Le verso de la balance des paiements, **Lettre Économique de la CDC**, n° 150.

López-Mejía, M. A .(1999), Flux massifs de capitaux Leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer, **Finances et développement**, Vol. 36, n° 1, 28-31.

Minda, A .(2001). Le contrôle sélectif des entrées de capitaux : les leçons de l'expérience chilienne, **Revue d'économie du développement**, n°4.

Miotti, L. et Plihon, D .(2001). Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires, **Revue Economie Internationale**, n° 85, 1er trimestre, 3-36.

Plihon, D .(2006). Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macroprudentiel, **Cahiers français**, n°331, 85-90.

Plihon, D., Couppey-Soubeyran, J. and Saïdane, D .(2006). Les banques, acteurs de la globalisation financière , **La documentation française**, Paris.

Rey, H. (2004). Qu'est ce que la globalisation, **Université de tous les savoirs**, sous la direction de Michaud. Y, Editions Odile Jacob.

Ruimy, M .(2006). Panorama du système financier : La régulation financière , **Cahiers français**, n°33, 34-39.

Saidane, D .(2002). Systèmes financiers et transition : Où en est-on ? Une revue critique de la libéralisation financière, **Revue d'études comparatives Est-Ouest**, Vol 33, n°4, 5-46.

Turunç, G. (1999). Développement du secteur financier et croissance économique : le cas des pays émergents méditerranéens, **Revue Région et Développement**, n°10, 89-129.

Venet, B .(1994). Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature, **Revue d'économie financière**, n° 29, Vol. 1, 87-111.

#### باللغة الانجليزية

Allen, F. and Gale, D. (2004). Financial Fragility, Liquidity, and Asset Prices. **Journal of the European Economic Association**, Vol. 2, n° 6, 1015–1048.

Allen, F., Qian, J. and Qian, M. (2005). Law, Finance and Economic Growth in China, **Journal of Financial Economics**, Vol 77, n°1, 57-116.

Banga, R. (2006). The Export-Diversifying Impact of Japanese and US Foreign Investments in Indian Manufacturing Sector, **Journal of International Business Studies**, Vol. 37: 558015–668.

Bai, C. E, Lu. J, and Tao, Z. (2006). The Multitask Theory of State Enterprise Reform, **American Economic Review**, Vol. 96, n° 2, 353-357.

Baliño, T. J. T. and Ubide, A. (1999). The Korean Financial Crisis of 1997-A Strategy of Financial Sector Reform , **IMF Working Paper**, n° 28.

Bank for International Settlements. (2010). Principles for Enhancing Corporate Governance, **BIS Working Paper**, March.

Barth, J. R., Caprio, G. and Levine, R .(2002). Bank Regulation and Supervision : What Works Best? , **NBER Working Paper**, n° 9323.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R .(2003). Bank Supervision and Corporate Finance, **NBER Working Paper**, n° 9620.

\_\_\_\_\_. (2005). Bank Supervision and Corruption in Lending, **NBER Working Paper**, n° 11498.

\_\_\_\_\_. (2006). Bank Concentration and Crises, **NBER Working Paper**, n° 9921.

Bekaert, G. and Harvey, C. R. (1995). Time-varying world market integration, **Journal of finance**, Vol. L, n° 2, 403-444.

Bekaert, G., Harvey, C. R. and Lundblad, C. (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth?, **Journal of Financial Economics**, Vol. 77, n° 1, 3-55.

Bell, J. and Pain, D. L. (2000). Leading Indicator Models of Banking Crises, **Financial Stability Review**, Bank of England, 113-127.

Bencivenga, V. R. and Smith, B. D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth, **Review of Economic Studies**, Vol. 58, n° 2, 195-209.

Bera. A. K., Jarque, C. M. and Lee, L-F. (1984). Testing the normality assumption in limited dependant variable models, **International Economic Review**, Vol. 25, n° 3, October.

Blejer, M. I. and Szapary, G. (1990). The Evolving Role of Tax Policy in China, **Journal of Comparative Economics**, Vol. 14, n° 3, 452-472.

Bordo, M. D., Eichengreen, B., Klingebiel, D. and Martinez-Peria, M. S. (2001), Is the Crisis Problem Growing More Severe?, **Economic Policy**, Vol.16, 51-82.

Buckley, P.T. Clegg, J., and Wang, C. (2002). The impact of FDI on the Performance of Chinese Manufacturing Firms, **Journal of International Business Studies**, 637-55.

Caprio, G. and Klingebiel, D. (1996). Bank insolvencies: cross-country experience, **World Bank Working Paper**, n° 1620.

Cargill, T-F. and Parker, E. (2001). Financial Liberalization in China : Limitations and Lessons of the Japanese Regime, **Journal of the Asia Pacific Economy**, Vol. 6, n° 1, 1-21.

Castro, R., Clementi, G. L. and Macdonald, G. (2004). Investor Protection, Optimal Incentives and Economic Growth, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 119, n° 3, 1131-1175.

Chen, B. and Feng, Y. (2000). Determinants of Economic Growth in China : Private Enterprises, Education, and Openness, **China Economic Review**, Vol. 11, n° 1, 1-15.

Claessens, S. and Kose, M. A. (2013). Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, **IMF Working Paper**, n° 28.

Clifford, M. (1997). Troubled Tiger, **Butterworth-Heinemann Asia**, Singapore.

Cobham, A. (2002). Capital Account Liberalisation and Poverty, **Queen Elizabeth House Working Papers**, n° 70.

Demirgüç-Kunt, A. Detragiache, E. and Tressel, T. (2008). Banking on the Principles : Compliance with Basel Core Principles and Bank Soundness, **Journal of Financial Intermediation**, Vol 17, n° 4, 511-542.

Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2008). Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth, World Bank, **Policy Research Working Paper**, n° 4469.

Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash, **Journal of Development Economics**, Vol 19, n° 1-2, 1-24.

Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root, **Journal of American Statistical Association**, Vol. 74, Issue. 366, June, 427-431.

Dornbush, R and Reynoso, A. (1989). Financial Factors in Economic Development, **American Economic Review**, Vol 79, n° 2, 204-209.

Edison, H. J. and Warnock, F. E. (2003). A simple measure of the intensity of capital controls, **Journal of Empirical Finance**, Vol. 10, 81-103.

Edwards, S. (1984). The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries, **Princeton Essays in International Finance**, n° 156, Princeton.

Eschenbach, F. (2004). Finance and Growth : A Survey on the Theoretical and Empirical Literature, **Tinbergen Institute Discussion Paper**, Vol 39, n° 2.

Eichengreen, B. (2001). Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?, **World Bank Economic Review**, Vol. 15, n° 3, 341-345.

Eichengreen, B and Leblang, D. (2003). Capital Account Liberalization and Growth : Was Mr. Mahathir Right?, **International Journal of Finance and Economics**, Vol 8, n° 3, 205-224.

Eichengreen, B. and Mussa, M. (1998). Capital Account Liberalization and the IMF, **Finance & Development**, Vol. 35, n° 4, December, 16-19.

Emran, M. S. and Stiglitz, J. E. (2007). Financial Liberalization, Financial Restraint, and Entrepreneurial Development, **Institute for International Economic Policy Working Paper Series**, Elliott School of International Affairs, The George Washington University.

Faria, A. and Mauro, P. (2005). Institutions and the External Capital Structure of Countries, **IMF Working Paper**, n° 236.

Frankel, J. A. (1982). The Order of Economic Liberalization : A Comment, in Brunner, K. and Meltzer, A. (eds) : Economic Policy in a World of Change, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, North Holland, Amsterdam, 99-102.

Giovannini, A. and de Melo, M. (1993). Government Revenue from Financial Repression, **American Economic Review**, Vol 83, n° 4, 953-963.

Glick, R. and Hutchison, M. (1999). Banking and currency crises: How common are twins?, **Pacific Basin Working Papers Series**, n° 7, University of California Santa Cruz.

Goldstein, M. and Turner, P. (1996). Banking crises in emerging economies : Origins and policies options, **BIS economic papers**, n° 46.

González-Hermosillo, B. (1999). Developing indicators to provide early warnings of banking crises, **Finance and Development**, June 1999.

Granger, C. W. J. and Newbold, P. (1974). Spurious Regression in Econometrics, **Journal of econometrics**, Vol .26, 111-120.

Granger, C. W. J. (1986). Developments in the Study of Co-Integrated Economic Variables, **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Vol. 48, n° 3, 213-228.

Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, **Journal of Political Economy**, Vol 98, n°5, 1076-1107.

Greif, A. (1993). Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade : The Maghribi Trader's Coalition, **American Economic Review**, Vol. 83, n° 3, 525-548.

\_\_\_\_\_. (1994). Cultural Beliefs and the Organization of Society : A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies, **Journal of Political Economy**, Vol.102, n° 5, 912-950.

Grilli, G. and Milesi-Ferretti, G. M. (1995). Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls, **IMF Staff Papers**, Vol 42, n° 3.

Hausmann, R. and Gavin, M. (1996). The roots of banking crises: The Macroeconomic Context, **Inter-American Development Bank Working Paper**, n° 318, 1-20.

Henry, P. B. (2000). Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices, **Journal of Finance**, Vol. LV, n° 2, 529-564.

Honohan, P. (1997). Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction, **BIS Working Papers**, n° 39.

Honohan, P. and Klingebiel, D. (2000). Controlling Fiscal Costs of Banking Crises, **The World Bank**.

Hyun, E. K. (2003). Institutional Development in the Korea Financial Sector Accompanying Globalization, and Its Economic Effects, **Institute for Monetary and Economic Research :The Bank of Korea**, September.

International Monetary Fund. (2011). Algeria : Selected Issues Paper, **IMF Country Report**, n° 11/41, February.

\_\_\_\_\_. (2013). Algeria : Selected Issues Paper, **IMF Country Report**, n° 13/47, February.

Ito, H. and Chinn, M. (2007). A New Measure of Financial Openness, May 23.

\_\_\_\_\_. (2012). Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index 2010 Update, March 22.

Jappelli, T. and Pagano, M. (1994). Saving, Growth and Liquidity Constraints, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 109, n°1, 83-109.

Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors, **Journal of econometrics dynamics and control**, Vol .12, 231-254.

Johansen, S. and Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration, with Applications for the Demand for Money, **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, n° 52, 169–210.

Johnston, B. R., Darbar, S. M and Echeverria, C. (1997). Sequencing Capital Account Liberalization : Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand, **IMF Working Paper**, n° 157.

Johnston, R. B. and Tamirisa, N.T. (1998). Why Do Countries Use Capital Controls ?, **IMF Working Paper**, n° 181.

Jorda, O., Schularick, M. and Taylor, A. M. (2012). When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises, **San Francisco Fed Working Paper**, n° 2011-27.

Jung, W. S. (1986). Financial Development and Economic Growth : International Evidence, **Economic Development and Cultural Change**, Vol 34, n° 2, 333-346.

Kaldor, N. (1939). Speculation and Economic Stability, **The Review of Economic Studies** , Vol. 7, n° 1. 1-27.

Kaminsky, G. and Reinhart, C. (1999). The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, **American Economic Review**, Vol. 89, n° 3, 473-500.

Kaminsky, G. and Schmukler, S .(2008). Short-Run Pain, Long-Run Gain : Financial Liberalization and Stock Market Cycles, **Review of Finance**, Vol 12, n° 2, 253-292.

Kim, E. H. (1990). Financing Korean Corporations : Evidence and Theory, **Korean Economic Development**, ed Kwon J.K. New York.

King, R. G. and Levine, R .(1993). Finance, Entrepreneurship and Growth : Theory and Evidence, **Journal of Monetary Economics**, Vol 32, n° 3, 513-542.

Kogut, B. and Zander, U. (1993). Knowledge of the Firm and the Evolutionary Theory of the Multinational Corporation, **Journal of International Business Studies**, Fourth quarter, 625-645.

Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K, and Wei. S-J .(2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence , **IMF Working Paper** , n° 7.

\_\_\_\_\_. (2006). Financial Globalization : A Reappraisal, **IMF Working Paper** , n° 189.

Kose, M. A., Prasad, E. S. and Terrones, M. E. (2007). How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels, **IMF Working Paper** , n° 238.

Kraay, A. (1998). In search of the macroeconomic effect of capital account liberalization, **The World Bank Group**.

Krugman, P. (4 February 2011). Another Kind of Financial Fragility, **The New York Times**.

Kuznets, S. (1973). Modern economic growth : Findings and reflections, **The American Economic Review**, Vol. 63, n° 3, 247-258.

Lagunoff, R. and Schreft, S. (2001). A Model of Financial Fragility. **Journal of Economic Theory**, Vol. 99, 220–264.

Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II : Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, **Journal of international economics**, Vol. 73, 223-250.

- La Porta. R, Lopez-de-Silanes. F, Schleifer. A, Vishny. R. (1998). Law and Finance, **Journal of Political Economy**, Vol. 106, n° 6, 1113-1155.
- Lardy, N. R. (1998). China's Unfinished Economic Revolution, **Brooking Institutions**, Washington DC.
- Levine, R. (1991). Stock markets, growth, and tax policy, **Journal of Finance**, vol. XLVI, n° 4, 1445-1465.
- \_\_\_\_\_. (1997). Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda, **Journal of Economic Literature**, Vol. XXXV, 688-726.
- \_\_\_\_\_. (1999). Law, Finance and Economic Growth, **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 8, n° 1-2, 8-35.
- Li. K-W, Liu. T. (2001). Financial Liberalization and Growth in China's Economic Reform, **The World Economy**, Vol. 24, n°5, 673-687.
- Little, J. S. Olivei, G. P. (1999). Why the Interest in reforming the International Monetary System ? , **New England Economic Review**, September/October.
- Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of economic development, **Journal of monetary economics**, Vol. 22, n° 1, 3-42.
- MacKinnon, J. G. (2010). Critical Values for Cointegration Tests, **Queen's Economics Department Working Paper**, n° 1227, 1-17.
- Mathieson, D. J. and Rojas-Suarez, L .(1993). Liberalization of the Capital Account : Experiences and Issues, **IMF Occasional Paper**, n° 103.
- Mauri, A .(2000). Informal Finance in Developing Countries, **UNIMI Economics Working Paper**, n° 9.
- Mauro, P. (1995). Corruption and Growth, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 110, August, 681-712.
- McKinnon, R. I. and Pill, H. (1997). Credible Economic Liberalizations and Overborrowing, **American Economic Review**, Vol 87, n° 2, 189-193.
- Miniane, J. (2004). A New Set of Measures on Capital Account Restrictions, **IMF Staff Papers**, Vol. 51, n° 2, 276-308.
- Mishkin, F. (2007). Is Financial Globalization Beneficial, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol 39, n° 2-3.

Noland, M. (1993). The Origins of US-Korea Trade Frictions, in Mo, J. and Myers, R. (1993). *Shaping a New Economic Relationship : The Republic of Korea and the United States*, **Hoover Institution Press**, Stanford.

\_\_\_\_\_. (2005). South Korea's Experience with International Capital Flows, **Institute for International Economics Working Paper Series**, n°4.

Nsouli, S. M., Rached, M. and Funke, N. (2002). The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms : Issues and Guidelines for Policymakers, **IMF Working Papers**, n° 132.

Park, Won-am. (2000). Korea's Management of Capital Flows in the 1990's , in Griffith-Jones. S, Montes. M.F and Nasution. A (eds), *Short-Term Capital Flows and Economic Crisis*, **Oxford University Press**, Wider.

Prasad, E. and Rajan, R. (2008). A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization, **IZA Discussion Paper Series**, n° 3475.

Quenouille, M. H. (1949). The joint distribution of serial correlation coefficients, **Annual of mathematical statistics**, Vol. 20, 561-571.

Quinn, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation, **American Political Science Review**, Vol. 91, n° 3, 531-551.

Radelet, S. and Sachs, J. (1998). The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies, Prospects, **Harvard Institute for International Development**.

Rajan, R. G. and Zingales, L. (2003). Saving Capitalism from the Capitalists : Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity, **Crown Business**, New York.

Reinhart, C. Rogoff, .S. R. (2008). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises, **NBER**.

Reserve Bank of India .(2006). Report of the Committee on Fuller Capital Account Convertibility, Mumbai.

Romer, P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth, **The Journal of Political Economy**, Vol. 94, n° 5, 1002-1037.

Roubini, N. and Sala-i-Martin, X. (1992). Financial Repression and Economic Growth, **Journal of Development Economics**, Vol 39, 5-30.

Sargan, D. (1984). Wages and Prices in the United Kingdom: A Study in Econometric Methodology, in Wallis, K. F. and Hendry, D. F. eds., *Quantitative Economics and Econometric Analysis*, Basil Blackwell, Oxford, U.K.

Schandler, S. (1996). How Successful are IMF-Supported Adjustment Programs ?, **Finance and Development**, Vol. 33, n° 2, 14-17.

Schneider, B .(2001). Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries, **Development Policy Review**, Vol 19, n° 1, 31-82.

Sen, A. (1983). Development: Which Way Now?, **Economic Journal**, Vol. 93 Issue 372, 745-762.

Shan, J. and Qi, J. (2006). Does Financial Development « lead » Economic Growth ? The Case of China, **Annals of Economics and Finance**, Vol 1, n° 2, 231-250.

Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 70, n° 1, 65-94.

Stiglitz, J. E. and Weiss, A .(1981). Credit Rationing in Market with Imperfect Information, **American Economic Review**, Vol 71, n° 3, 393-410.

Stiglitz, J. E .(2005). Finance for Development, in Ayogu, M. and Ross, D. (eds). *Development Dilemmas : The Methods and Political Ethics of Growth Policy*, Taylor and Francis Inc, Routledge.

Stulz, R. and Williamson, R. (2003). Culture, Openness, and Finance, **Journal of Financial Economics**, Vol 70, n° 3, 313-349.

Swan, T. W. (1956). Economic growth and capital accumulation, **Economic Record**, n° 32, 334-361.

Tanzi, V. (1998). Corruption Around the World: Causes, Consequences, Scope, and Cures, **IMF Staff Papers**, Vol. 45, n° 4.

Tanzi, V. and Davoodi, H. R. (2000). Corruption, Growth, and Public Finance, **IMF Working Paper**, n° 00/182.

Van Wijnbergen, S .(1983). Interest Rate Management in LDC's, **Journal of Monetary Economics**, Vol 12, n°3, 433-452.

Wenjun, L. (2004). Capital Account Liberalization in China, **The Chinese Economy**, Vol. 37, n° 1, 85-116.

World Bank. (2001). *Finance for Growth : Policy Choices in a Volatile World*, World Bank and Oxford University Press, Oxford.

\_\_\_\_\_. (2013). *Doing Business 2014 : Understanding Regulations for Small and Medium-Size Enterprises*, 11th Edition.

Yoo, J-H. (1994). South Korea's Manufactured Exports and Industrial Targeting Policy, in Shu-Chin Yang (eds) : Manufactured Exports of East Asian Industrializing Economies, New York.

Yoo, S-m. (1999). Corporate Restructuring in Korea, Joint US-Korea Academic Studies, n° 9.

#### 4. الملتقيات العلمية

##### باللغة العربية

بن بوزيان، محمد؛ وغربي، ناصر صلاح الدين. (2009). أثر تحرير أسعار الفائدة على حجم الادخار: دراسة قياسية لحالة الجزائر، **الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً**، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي.

##### باللغة الفرنسية

Benhabib, A., et Zenasni, S. (2011). Les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique : analyse empirique sur le cas algérien, **Deuxième colloque international sur : La bonne performance des organisations et des gouvernements : Deuxième édition: La croissance des entreprises et des économies entre la réalisation de la performance financière et les défis de la performance environnementale**, organisé les 22 et 23 Novembre.

Boumghar, M. Y. (2007). Libéralisation financière et épargne des ménages : quel(s) liens(s) ?, **11<sup>èmes</sup> rencontres euro-méditerranéennes**, Nice, 15-16 Novembre.

Icard, A. (2002). Stabilité financière et contrôle prudentiel, **Colloque de la BEAC : Rôle et fonction d'une banque centrale à l'ère de la globalisation**, Libreville, 21 Novembre.

##### باللغة الانجليزية

Murat, U. (2000). Notes on Financial Liberalization, Paper presented at the seminar entitled : **Macroeconomic Management : New Methods and Current Policy Issues**, Turkey .

#### 5. القوانين والمراسيم

الأمر 74-68 المؤرخ في 02 يونيو 1974 المتضمن للمخطط الرباعي الثاني.  
المادة 44 من القانون 90-10 الصادر في 14 أفريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض.

المادة 45 من القانون 10-90 الصادر في 14 أبريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض.  
المادة 183 من القانون 10-90 الصادر في 14 أبريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض.  
المادة 184 من القانون 10-90 الصادر في 14 أبريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض.  
المادة 187 من القانون 10-90 الصادر في 14 أبريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض.  
المادة 3 من التعلية 74-94 الصادرة في 29 نوفمبر 1994 والمتضمنة لقواعد الحيلة والحذر.  
المادة 58 من قانون المالية التكميلي الصادر في 26 جويلية 2009.

## 6. مواقع الانترنت

الموقع الالكتروني للباحثين (Ito and Chinn): [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

الموقع الالكتروني لإدارة معلومات الطاقة: [www.eia.gov](http://www.eia.gov)

الموقع الالكتروني للبنك الدولي: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

الموقع الالكتروني لمنظمة الأونكتاد: [www.unctad.org](http://www.unctad.org)

الموقع الالكتروني لمنظمة الشفافية الدولية: [www.transparency.org](http://www.transparency.org)

الملاحق

## الملاحق

### الملحق I : اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF)

#### السلسلة RPGDP

#### الجدول 1.1. تقدير النموذج III للسلسلة RPGDP عند المستوى

Null Hypothesis: RPGDP has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 7 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.189518	0.6034
Test critical values:		
1% level	-4.262735	
5% level	-3.552973	
10% level	-3.209642	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RPGDP)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1978 2010  
 Included observations: 33 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPGDP(-1)	-0.354449	0.111129	-3.189518	0.0000
D(RPGDP(-1))	0.310423	0.132411	2.344387	0.0281
D(RPGDP(-2))	0.016738	0.147054	0.113820	0.9104
D(RPGDP(-3))	0.304817	0.147033	2.073121	0.0495
D(RPGDP(-4))	0.098123	0.148107	0.662512	0.5142
D(RPGDP(-5))	0.206267	0.143215	1.440265	0.1633
D(RPGDP(-6))	0.535628	0.109108	4.909136	0.0001
D(RPGDP(-7))	0.332366	0.093614	3.550387	0.0017
C	835.4849	160.9767	5.190099	0.0000
@TREND(1970)	5.370857	1.037989	5.174290	0.0000
R-squared	0.773720	Mean dependent var		22.38170
Adjusted R-squared	0.685175	S.D. dependent var		74.79438
S.E. of regression	41.96658	Akaike info criterion		10.55667
Sum squared resid	40507.45	Schwarz criterion		11.01016
Log likelihood	-164.1851	Hannan-Quinn criter.		10.70926
F-statistic	8.738199	Durbin-Watson stat		2.309726
Prob(F-statistic)	0.000014			

## الجدول 2.1. تقدير النموذج II للسلسلة RPGDP عند المستوى

Null Hypothesis: RPGDP has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.755123	0.8181
Test critical values:		
1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RPGDP)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1979 2010  
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPGDP(-1)	-0.059032	0.078175	-0.755123	0.4582
D(RPGDP(-1))	0.507141	0.174916	2.899345	0.0083
D(RPGDP(-2))	-0.086555	0.194744	-0.444458	0.6611
D(RPGDP(-3))	0.251623	0.195690	1.285827	0.2119
D(RPGDP(-4))	-0.134732	0.200697	-0.671320	0.5090
D(RPGDP(-5))	0.172819	0.200910	0.860178	0.3990
D(RPGDP(-6))	0.242435	0.193885	1.250403	0.2243
D(RPGDP(-7))	0.021528	0.139257	0.154592	0.8786
D(RPGDP(-8))	-0.274460	0.111848	-2.453858	0.0225
C	165.8803	212.4363	0.780847	0.4432
R-squared	0.558850	Mean dependent var		17.69897
Adjusted R-squared	0.378379	S.D. dependent var		70.90622
S.E. of regression	55.90455	Akaike info criterion		11.13548
Sum squared resid	68757.00	Schwarz criterion		11.59352
Log likelihood	-168.1676	Hannan-Quinn criter.		11.28730
F-statistic	3.096625	Durbin-Watson stat		2.087782
Prob(F-statistic)	0.014697			

### الجدول 3.1. تقدير النموذج I للسلسلة RPGDP عند المستوى

Null Hypothesis: RPGDP has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.070359	0.9895
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RPGDP)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPGDP(-1)	0.011566	0.005587	2.070359	0.0455
D(RPGDP(-1))	0.039518	0.147429	0.268048	0.7902
R-squared	-0.027365	Mean dependent var		36.05651
Adjusted R-squared	-0.055131	S.D. dependent var		88.94610
S.E. of regression	91.36505	Akaike info criterion		11.91752
Sum squared resid	308860.2	Schwarz criterion		12.00283
Log likelihood	-230.3917	Hannan-Quinn criter.		11.94813
Durbin-Watson stat	0.982841			

#### الجدول 4.1. تقدير النموذج III للسلسلة RPGDP بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(RPGDP) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.626685	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RPGDP,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPGDP(-1))	-0.963423	0.145385	-6.626685	0.0000
C	56.05381	30.93390	1.812051	0.0783
@TREND(1970)	-1.000627	1.288403	-0.776642	0.4424
R-squared	0.553344	Mean dependent var		8.282977
Adjusted R-squared	0.528530	S.D. dependent var		131.8788
S.E. of regression	90.55281	Akaike info criterion		11.92355
Sum squared resid	295193.2	Schwarz criterion		12.05151
Log likelihood	-229.5092	Hannan-Quinn criter.		11.96946
F-statistic	22.29949	Durbin-Watson stat		1.004637
Prob(F-statistic)	0.000001			

## الجدول 5.1. تقدير النموذج II للسلسلة RPGDP بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(RPGDP) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.668792	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RPGDP,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPGDP(-1))	-0.964302	0.144599	-6.668792	0.0000
C	35.06506	14.97081	2.342229	0.0247
R-squared	0.545861	Mean dependent var		8.282977
Adjusted R-squared	0.533587	S.D. dependent var		131.8788
S.E. of regression	90.06591	Akaike info criterion		11.88888
Sum squared resid	300139.1	Schwarz criterion		11.97419
Log likelihood	-229.8332	Hannan-Quinn criter.		11.91949
F-statistic	44.47279	Durbin-Watson stat		0.988564
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الجدول 6.1. تقدير النموذج I للسلسلة RPGDP بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(RPGDP) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.930027	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RPGDP,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPGDP(-1))	-0.873448	0.147292	-5.930027	0.0000
R-squared	0.478525	Mean dependent var		8.282977
Adjusted R-squared	0.478525	S.D. dependent var		131.8788
S.E. of regression	95.23394	Akaike info criterion		11.97586
Sum squared resid	344641.1	Schwarz criterion		12.01851
Log likelihood	-232.5292	Hannan-Quinn criter.		11.99116
Durbin-Watson stat	1.006012			

## السلسلة KAOPEN

### الجدول 7.1. تقدير النموذج III للسلسلة KAOPEN عند المستوى

Null Hypothesis: KAOPEN has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.960264	0.1557
Test critical values:		
1% level	-4.205004	
5% level	-3.526609	
10% level	-3.194611	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(KAOPEN)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN(-1)	-0.390659	0.131968	-2.960264	0.0053
C	-0.729528	0.261809	-2.786489	0.0084
@TREND(1970)	0.008703	0.003935	2.211753	0.0332
R-squared	0.192114	Mean dependent var		0.017407
Adjusted R-squared	0.148445	S.D. dependent var		0.192310
S.E. of regression	0.177464	Akaike info criterion		-0.548065
Sum squared resid	1.165252	Schwarz criterion		-0.421399
Log likelihood	13.96130	Hannan-Quinn criter.		-0.502267
F-statistic	4.399272	Durbin-Watson stat		1.811512
Prob(F-statistic)	0.019319			

## الجدول 8.1. تقدير النموذج II للسلسلة KAOPEN عند المستوى

Null Hypothesis: KAOPEN has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.882485	0.3369
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(KAOPEN)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN(-1)	-0.161125	0.085592	-1.882485	0.0674
C	-0.217074	0.127996	-1.695941	0.0981
R-squared	0.085302	Mean dependent var		0.017407
Adjusted R-squared	0.061231	S.D. dependent var		0.192310
S.E. of regression	0.186330	Akaike info criterion		-0.473892
Sum squared resid	1.319313	Schwarz criterion		-0.389448
Log likelihood	11.47783	Hannan-Quinn criter.		-0.443359
F-statistic	3.543750	Durbin-Watson stat		2.127305
Prob(F-statistic)	0.067444			

## الجدول 9.1. تقدير النموذج I للسلسلة KAOPEN عند المستوى

Null Hypothesis: KAOPEN has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.984874	0.2854
Test critical values:		
1% level	-2.624057	
5% level	-1.949319	
10% level	-1.611711	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(KAOPEN)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN(-1)	-0.019864	0.020169	-0.984874	0.3308
R-squared	0.016068	Mean dependent var		0.017407
Adjusted R-squared	0.016068	S.D. dependent var		0.192310
S.E. of regression	0.190759	Akaike info criterion		-0.450929
Sum squared resid	1.419171	Schwarz criterion		-0.408707
Log likelihood	10.01859	Hannan-Quinn criter.		-0.435663
Durbin-Watson stat	2.337482			

## الجدول 10.1. تقدير النموذج III للسلسلة KAOPEN بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(KAOPEN) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.84093	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(KAOPEN,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KAOPEN(-1))	-1.333144	0.122973	-10.84093	0.0000
C	-0.038453	0.050152	-0.766737	0.4482
@TREND(1970)	0.002114	0.002101	1.006322	0.3210
R-squared	0.767968	Mean dependent var		-0.017854
Adjusted R-squared	0.755078	S.D. dependent var		0.298299
S.E. of regression	0.147627	Akaike info criterion		-0.914452
Sum squared resid	0.784574	Schwarz criterion		-0.786486
Log likelihood	20.83182	Hannan-Quinn criter.		-0.868539
F-statistic	59.57567	Durbin-Watson stat		1.096436
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الجدول 11.1. تقدير النموذج II للسلسلة KAOPEN بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(KAOPEN) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.86730	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(KAOPEN,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KAOPEN(-1))	-1.336207	0.122957	-10.86730	0.0000
C	0.006003	0.023745	0.252791	0.8018
R-squared	0.761441	Mean dependent var		-0.017854
Adjusted R-squared	0.754994	S.D. dependent var		0.298299
S.E. of regression	0.147652	Akaike info criterion		-0.937993
Sum squared resid	0.806644	Schwarz criterion		-0.852682
Log likelihood	20.29086	Hannan-Quinn criter.		-0.907384
F-statistic	118.0982	Durbin-Watson stat		1.066241
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الجدول 12.1. تقدير النموذج I للسلسلة KAOPEN بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(KAOPEN) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.02724	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(KAOPEN,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KAOPEN(-1))	-1.333333	0.120913	-11.02724	0.0000
R-squared	0.761029	Mean dependent var		-0.017854
Adjusted R-squared	0.761029	S.D. dependent var		0.298299
S.E. of regression	0.145822	Akaike info criterion		-0.987549
Sum squared resid	0.808038	Schwarz criterion		-0.944894
Log likelihood	20.25721	Hannan-Quinn criter.		-0.972245
Durbin-Watson stat	1.066667			

## السلسلة FDI

### الجدول 13.1. تقدير النموذج III للسلسلة FDI عند المستوى

Null Hypothesis: FDI has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.095261	0.1132
Test critical values:		
1% level	-4.205004	
5% level	-3.526609	
10% level	-3.194611	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
Dependent Variable: D(FDI)  
Method: Least Squares  
Sample (adjusted): 1971 2010  
Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FDI(-1)	-0.573593	0.140063	-4.095261	0.0002
C	0.060587	0.190540	0.317974	0.7523
@TREND(1970)	0.016184	0.008259	1.959576	0.0576
R-squared	0.319007	Mean dependent var		-0.003826
Adjusted R-squared	0.282196	S.D. dependent var		0.677941
S.E. of regression	0.574374	Akaike info criterion		1.800967
Sum squared resid	12.20651	Schwarz criterion		1.927633
Log likelihood	-33.01933	Hannan-Quinn criter.		1.846765
F-statistic	8.666207	Durbin-Watson stat		2.066387
Prob(F-statistic)	0.000819			

## الجدول 14.1. تقدير النموذج II للسلسلة FDI عند المستوى

Null Hypothesis: FDI has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.318238	0.6112
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(FDI)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1973 2010  
 Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FDI(-1)	-0.226663	0.171944	-1.318238	0.1962
D(FDI(-1))	-0.395987	0.206061	-1.921696	0.0631
D(FDI(-2))	-0.143022	0.166046	-0.861339	0.3951
C	0.197532	0.144619	1.365882	0.1809
R-squared	0.285375	Mean dependent var		0.021600
Adjusted R-squared	0.222320	S.D. dependent var		0.641310
S.E. of regression	0.565547	Akaike info criterion		1.797253
Sum squared resid	10.87467	Schwarz criterion		1.969631
Log likelihood	-30.14781	Hannan-Quinn criter.		1.858584
F-statistic	4.525808	Durbin-Watson stat		2.099596
Prob(F-statistic)	0.008948			

## الجدول 15.1. تقدير النموذج I للسلسلة FDI عند المستوى

Null Hypothesis: FDI has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.411529	0.5284
Test critical values:		
1% level	-2.627238	
5% level	-1.949856	
10% level	-1.611469	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(FDI)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1973 2010  
 Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FDI(-1)	-0.045632	0.110883	-0.411529	0.6832
D(FDI(-1))	-0.515363	0.188902	-2.728201	0.0099
D(FDI(-2))	-0.207262	0.161204	-1.285713	0.2070
R-squared	0.246163	Mean dependent var		0.021600
Adjusted R-squared	0.203086	S.D. dependent var		0.641310
S.E. of regression	0.572498	Akaike info criterion		1.798041
Sum squared resid	11.47138	Schwarz criterion		1.927324
Log likelihood	-31.16277	Hannan-Quinn criter.		1.844039
Durbin-Watson stat	2.156582			

### الجدول 16.1. تقدير النموذج III للسلسلة FDI بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(FDI) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.562572	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.219126	
5% level	-3.533083	
10% level	-3.198312	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(FDI,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1973 2010  
 Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FDI(-1))	-1.822418	0.277699	-6.562572	0.0000
D(FDI(-1),2)	0.247312	0.157180	1.573433	0.1249
C	-0.075236	0.207265	-0.362995	0.7189
@TREND(1970)	0.005884	0.008642	0.680770	0.5006
R-squared	0.743188	Mean dependent var		-0.030432
Adjusted R-squared	0.720529	S.D. dependent var		1.089392
S.E. of regression	0.575908	Akaike info criterion		1.833561
Sum squared resid	11.27676	Schwarz criterion		2.005939
Log likelihood	-30.83767	Hannan-Quinn criter.		1.894892
F-statistic	32.79759	Durbin-Watson stat		2.200276
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الجدول 17.1. تقدير النموذج II للسلسلة FDI بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(FDI) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.589319	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(FDI,2)

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1973 2010

Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FDI(-1))	-1.791812	0.271927	-6.589319	0.0000
D(FDI(-1),2)	0.230099	0.153939	1.494742	0.1439
C	0.050581	0.093096	0.543326	0.5903
R-squared	0.739688	Mean dependent var		-0.030432
Adjusted R-squared	0.724813	S.D. dependent var		1.089392
S.E. of regression	0.571476	Akaike info criterion		1.794469
Sum squared resid	11.43047	Schwarz criterion		1.923752
Log likelihood	-31.09490	Hannan-Quinn criter.		1.840467
F-statistic	49.72698	Durbin-Watson stat		2.182048
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الجدول 18.1. تقدير النموذج I للسلسلة FDI بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(FDI) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.632185	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.627238	
5% level	-1.949856	
10% level	-1.611469	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(FDI,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1973 2010  
 Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FDI(-1))	-1.780270	0.268429	-6.632185	0.0000
D(FDI(-1),2)	0.226750	0.152302	1.488817	0.1452
R-squared	0.737492	Mean dependent var		-0.030432
Adjusted R-squared	0.730200	S.D. dependent var		1.089392
S.E. of regression	0.565854	Akaike info criterion		1.750236
Sum squared resid	11.52688	Schwarz criterion		1.836425
Log likelihood	-31.25449	Hannan-Quinn criter.		1.780901
Durbin-Watson stat	2.176872			

## السلسلة TRADE

### الجدول 19.1. تقدير النموذج III للسلسلة TRADE عند المستوى

Null Hypothesis: TRADE has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.649618	0.7547
Test critical values:		
1% level	-4.205004	
5% level	-3.526609	
10% level	-3.194611	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(TRADE)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRADE(-1)	-0.140612	0.085239	-1.649618	0.1075
C	6.259868	4.251453	1.472407	0.1494
@TREND(1970)	0.053277	0.084287	0.632081	0.5312
R-squared	0.069906	Mean dependent var		0.416830
Adjusted R-squared	0.019631	S.D. dependent var		6.034173
S.E. of regression	5.974652	Akaike info criterion		6.484967
Sum squared resid	1320.769	Schwarz criterion		6.611633
Log likelihood	-126.6993	Hannan-Quinn criter.		6.530766
F-statistic	1.390460	Durbin-Watson stat		1.583617
Prob(F-statistic)	0.261666			

## الجدول 20.1. تقدير النموذج II للسلسلة TRADE عند المستوى

Null Hypothesis: TRADE has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.555516	0.4956
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(TRADE)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRADE(-1)	-0.127715	0.082105	-1.555516	0.1281
C	6.715917	4.156548	1.615744	0.1144
R-squared	0.059863	Mean dependent var		0.416830
Adjusted R-squared	0.035122	S.D. dependent var		6.034173
S.E. of regression	5.927258	Akaike info criterion		6.445707
Sum squared resid	1335.031	Schwarz criterion		6.530151
Log likelihood	-126.9141	Hannan-Quinn criter.		6.476240
F-statistic	2.419629	Durbin-Watson stat		1.586959

## الجدول 21.1. تقدير النموذج I للسلسلة TRADE عند المستوى

Null Hypothesis: TRADE has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.080939	0.7028
Test critical values:		
1% level	-2.624057	
5% level	-1.949319	
10% level	-1.611711	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(TRADE)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRADE(-1)	0.001529	0.018891	0.080939	0.9359
R-squared	-0.004725	Mean dependent var		0.416830
Adjusted R-squared	-0.004725	S.D. dependent var		6.034173
S.E. of regression	6.048413	Akaike info criterion		6.462151
Sum squared resid	1426.749	Schwarz criterion		6.504373
Log likelihood	-128.2430	Hannan-Quinn criter.		6.477417
Durbin-Watson stat	1.688891			

## الجدول 22.1. تقدير النموذج III للسلسلة TRADE بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(TRADE) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.250421	0.0006
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(TRADE,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRADE(-1))	-0.857780	0.163374	-5.250421	0.0000
C	0.587165	2.083820	0.281773	0.7797
@TREND(1970)	-0.004388	0.087559	-0.050114	0.9603
R-squared	0.434482	Mean dependent var		0.114829
Adjusted R-squared	0.403065	S.D. dependent var		7.956110
S.E. of regression	6.147017	Akaike info criterion		6.543614
Sum squared resid	1360.289	Schwarz criterion		6.671581
Log likelihood	-124.6005	Hannan-Quinn criter.		6.589527
F-statistic	13.82925	Durbin-Watson stat		1.938990
Prob(F-statistic)	0.000035			

### الجدول 23.1. تقدير النموذج II للسلسلة TRADE بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(TRADE) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.331249	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(TRADE,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRADE(-1))	-0.858174	0.160970	-5.331249	0.0000
C	0.495192	0.973569	0.508636	0.6140
R-squared	0.434443	Mean dependent var		0.114829
Adjusted R-squared	0.419158	S.D. dependent var		7.956110
S.E. of regression	6.063591	Akaike info criterion		6.492402
Sum squared resid	1360.384	Schwarz criterion		6.577713
Log likelihood	-124.6018	Hannan-Quinn criter.		6.523011
F-statistic	28.42222	Durbin-Watson stat		1.938234
Prob(F-statistic)	0.000005			

## الجدول 24.1. تقدير النموذج I للسلسلة TRADE بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(TRADE) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.360794	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(TRADE,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TRADE(-1))	-0.852173	0.158964	-5.360794	0.0000
R-squared	0.430488	Mean dependent var		0.114829
Adjusted R-squared	0.430488	S.D. dependent var		7.956110
S.E. of regression	6.004157	Akaike info criterion		6.448088
Sum squared resid	1369.896	Schwarz criterion		6.490743
Log likelihood	-124.7377	Hannan-Quinn criter.		6.463392
Durbin-Watson stat	1.934270			

## السلسلة M2

### الجدول 25.1. تقدير النموذج III للسلسلة M2 عند المستوى

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.391213	0.3782
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.228304	0.095476	-2.391213	0.0223
D(M2(-1))	0.334537	0.161194	2.075370	0.0454
C	14.46630	6.533462	2.214187	0.0334
@TREND(1970)	-0.045303	0.093632	-0.483839	0.6315
R-squared	0.180838	Mean dependent var		0.137961
Adjusted R-squared	0.110624	S.D. dependent var		6.685365
S.E. of regression	6.304748	Akaike info criterion		6.617398
Sum squared resid	1391.245	Schwarz criterion		6.788019
Log likelihood	-125.0393	Hannan-Quinn criter.		6.678615
F-statistic	2.575535	Durbin-Watson stat		1.833811
Prob(F-statistic)	0.069438			

## الجدول 26.1. تقدير النموذج II للسلسلة M2 عند المستوى

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.376130	0.1548
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.215158	0.090550	-2.376130	0.0229
D(M2(-1))	0.325002	0.158274	2.053418	0.0474
C	12.74248	5.417977	2.351889	0.0243
R-squared	0.175359	Mean dependent var		0.137961
Adjusted R-squared	0.129546	S.D. dependent var		6.685365
S.E. of regression	6.237321	Akaike info criterion		6.572782
Sum squared resid	1400.550	Schwarz criterion		6.700748
Log likelihood	-125.1692	Hannan-Quinn criter.		6.618695
F-statistic	3.827686	Durbin-Watson stat		1.833859
Prob(F-statistic)	0.031100			

## الجدول 27.1. تقدير النموذج I للسلسلة M2 عند المستوى

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.362918	0.5472
Test critical values:		
1% level	-2.627238	
5% level	-1.949856	
10% level	-1.611469	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1973 2010  
 Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.006213	0.017120	-0.362918	0.7188
D(M2(-1))	0.286161	0.157293	1.819292	0.0774
D(M2(-2))	-0.338024	0.159572	-2.118320	0.0413
R-squared	0.158152	Mean dependent var		-0.040603
Adjusted R-squared	0.110046	S.D. dependent var		6.680189
S.E. of regression	6.301914	Akaike info criterion		6.595241
Sum squared resid	1389.994	Schwarz criterion		6.724524
Log likelihood	-122.3096	Hannan-Quinn criter.		6.641238
Durbin-Watson stat	1.907528			

## الجدول 28.1. تقدير النموذج III للسلسلة M2 بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.316966	0.0005
Test critical values:		
1% level	-4.219126	
5% level	-3.533083	
10% level	-3.198312	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M2,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1973 2010  
 Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.061549	0.199653	-5.316966	0.0000
D(M2(-1),2)	0.340319	0.161364	2.109020	0.0424
C	-0.994461	2.281920	-0.435800	0.6657
@TREND(1970)	0.042754	0.094622	0.451837	0.6543
R-squared	0.475675	Mean dependent var		-0.216431
Adjusted R-squared	0.429411	S.D. dependent var		8.454480
S.E. of regression	6.386290	Akaike info criterion		6.645485
Sum squared resid	1386.680	Schwarz criterion		6.817862
Log likelihood	-122.2642	Hannan-Quinn criter.		6.706815
F-statistic	10.28175	Durbin-Watson stat		1.909702
Prob(F-statistic)	0.000058			

## الجدول 29.1. تقدير النموذج II للسلسلة M2 بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.368830	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M2,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1973 2010  
 Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.059325	0.197310	-5.368830	0.0000
D(M2(-1),2)	0.342035	0.159474	2.144762	0.0390
C	-0.075871	1.024502	-0.074057	0.9414
R-squared	0.472526	Mean dependent var		-0.216431
Adjusted R-squared	0.442385	S.D. dependent var		8.454480
S.E. of regression	6.313266	Akaike info criterion		6.598840
Sum squared resid	1395.006	Schwarz criterion		6.728123
Log likelihood	-122.3780	Hannan-Quinn criter.		6.644838
F-statistic	15.67702	Durbin-Watson stat		1.905556
Prob(F-statistic)	0.000014			

### الجدول 30.1. تقدير النموذج I للسلسلة M2 بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.447295	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.627238	
5% level	-1.949856	
10% level	-1.611469	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M2,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1973 2010  
 Included observations: 38 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.059628	0.194524	-5.447295	0.0000
D(M2(-1),2)	0.342041	0.157256	2.175055	0.0363
R-squared	0.472444	Mean dependent var		-0.216431
Adjusted R-squared	0.457789	S.D. dependent var		8.454480
S.E. of regression	6.225452	Akaike info criterion		6.546365
Sum squared resid	1395.225	Schwarz criterion		6.632554
Log likelihood	-122.3809	Hannan-Quinn criter.		6.577030
Durbin-Watson stat	1.904684			

## السلسلة INT

### الجدول 31.1. تقدير النموذج III للسلسلة INT عند المستوى

Null Hypothesis: INT has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.246335	0.8863
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
Dependent Variable: D(INT)  
Method: Least Squares  
Sample (adjusted): 1972 2010  
Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.066785	0.053585	-1.246335	0.2209
D(INT(-1))	0.372877	0.160381	2.324942	0.0260
C	0.425813	0.417368	1.020234	0.3146
@TREND(1970)	-0.001636	0.017538	-0.093276	0.9262
R-squared	0.164032	Mean dependent var		0.006410
Adjusted R-squared	0.092377	S.D. dependent var		1.176087
S.E. of regression	1.120450	Akaike info criterion		3.162252
Sum squared resid	43.93925	Schwarz criterion		3.332873
Log likelihood	-57.66391	Hannan-Quinn criter.		3.223469
F-statistic	2.289203	Durbin-Watson stat		2.068439
Prob(F-statistic)	0.095436			

### الجدول 32.1. تقدير النموذج II للسلسلة INT عند المستوى

Null Hypothesis: INT has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.884212	0.5571
Test critical values:		
1% level	-3.626784	
5% level	-2.945842	
10% level	-2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INT)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1975 2010  
 Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.147199	0.051036	-2.884212	0.0072
D(INT(-1))	0.261583	0.153614	1.702863	0.0989
D(INT(-2))	0.072870	0.160572	0.453817	0.6532
D(INT(-3))	0.142218	0.159403	0.892192	0.3794
D(INT(-4))	0.449397	0.159688	2.814222	0.0086
C	0.906286	0.350264	2.587437	0.0148
R-squared	0.396706	Mean dependent var		0.034722
Adjusted R-squared	0.296157	S.D. dependent var		1.213249
S.E. of regression	1.017860	Akaike info criterion		3.024293
Sum squared resid	31.08114	Schwarz criterion		3.288213
Log likelihood	-48.43727	Hannan-Quinn criter.		3.116408
F-statistic	3.945405	Durbin-Watson stat		2.108506
Prob(F-statistic)	0.007217			

### الجدول 33.1. تقدير النموذج I للسلسلة INT عند المستوى

Null Hypothesis: INT has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.728601	0.3945
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INT)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.018944	0.026000	-0.728601	0.4708
D(INT(-1))	0.352270	0.153954	2.288157	0.0279
R-squared	0.129731	Mean dependent var		0.006410
Adjusted R-squared	0.106210	S.D. dependent var		1.176087
S.E. of regression	1.111878	Akaike info criterion		3.099899
Sum squared resid	45.74212	Schwarz criterion		3.185210
Log likelihood	-58.44803	Hannan-Quinn criter.		3.130508
Durbin-Watson stat	2.036134			

### الجدول 34.1. تقدير النموذج III للسلسلة INT بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.269458	0.0086
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INT,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.672205	0.157445	-4.269458	0.0001
C	0.219688	0.386136	0.568939	0.5729
@TREND(1970)	-0.010256	0.016240	-0.631520	0.5317
R-squared	0.336140	Mean dependent var		0.000000
Adjusted R-squared	0.299259	S.D. dependent var		1.348732
S.E. of regression	1.129028	Akaike info criterion		3.154394
Sum squared resid	45.88934	Schwarz criterion		3.282361
Log likelihood	-58.51069	Hannan-Quinn criter.		3.200308
F-statistic	9.114139	Durbin-Watson stat		2.015704
Prob(F-statistic)	0.000627			

### الجدول 35.1. تقدير النموذج II للسلسلة INT بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.257222	0.0018
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INT,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.657571	0.154460	-4.257222	0.0001
C	0.004215	0.179317	0.023507	0.9814
R-squared	0.328785	Mean dependent var		0.000000
Adjusted R-squared	0.310644	S.D. dependent var		1.348732
S.E. of regression	1.119818	Akaike info criterion		3.114130
Sum squared resid	46.39772	Schwarz criterion		3.199441
Log likelihood	-58.72553	Hannan-Quinn criter.		3.144739
F-statistic	18.12394	Durbin-Watson stat		2.023987
Prob(F-statistic)	0.000136			

### الجدول 36.1. تقدير النموذج I للسلسلة INT بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.314271	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INT,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.657551	0.152413	-4.314271	0.0001
R-squared	0.328775	Mean dependent var		0.000000
Adjusted R-squared	0.328775	S.D. dependent var		1.348732
S.E. of regression	1.104994	Akaike info criterion		3.062863
Sum squared resid	46.39841	Schwarz criterion		3.105518
Log likelihood	-58.72582	Hannan-Quinn criter.		3.078167
Durbin-Watson stat	2.023999			

## السلسلة INF

### الجدول 37.1. تقدير النموذج III للسلسلة INF عند المستوى

Null Hypothesis: INF has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.971993	0.5984
Test critical values:		
1% level	-4.205004	
5% level	-3.526609	
10% level	-3.194611	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INF)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.188649	0.095664	-1.971993	0.0561
C	2.729781	1.897675	1.438487	0.1587
@TREND(1970)	-0.047017	0.066896	-0.702835	0.4866
R-squared	0.100591	Mean dependent var		-0.067174
Adjusted R-squared	0.051974	S.D. dependent var		4.988490
S.E. of regression	4.857124	Akaike info criterion		6.070809
Sum squared resid	872.8912	Schwarz criterion		6.197474
Log likelihood	-118.4162	Hannan-Quinn criter.		6.116607
F-statistic	2.069059	Durbin-Watson stat		1.701787
Prob(F-statistic)	0.140673			

### الجدول 38.1. تقدير النموذج II للسلسلة INF عند المستوى

Null Hypothesis: INF has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.921802	0.3193
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INF)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.181618	0.094504	-1.921802	0.0622
C	1.697611	1.193820	1.421999	0.1632
R-squared	0.088583	Mean dependent var		-0.067174
Adjusted R-squared	0.064598	S.D. dependent var		4.988490
S.E. of regression	4.824676	Akaike info criterion		6.034071
Sum squared resid	884.5449	Schwarz criterion		6.118515
Log likelihood	-118.6814	Hannan-Quinn criter.		6.064603
F-statistic	3.693323	Durbin-Watson stat		1.690545
Prob(F-statistic)	0.062153			

### الجدول 39.1. تقدير النموذج I للسلسلة INF عند المستوى

Null Hypothesis: INF has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.279109	0.1818
Test critical values:		
1% level	-2.624057	
5% level	-1.949319	
10% level	-1.611711	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INF)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.078248	0.061174	-1.279109	0.2084
R-squared	0.040084	Mean dependent var		-0.067174
Adjusted R-squared	0.040084	S.D. dependent var		4.988490
S.E. of regression	4.887488	Akaike info criterion		6.035916
Sum squared resid	931.6139	Schwarz criterion		6.078138
Log likelihood	-119.7183	Hannan-Quinn criter.		6.051182
Durbin-Watson stat	1.777347			

### الجدول 40.1. تقدير النموذج III للسلسلة INF بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.711611	0.0002
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INF,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.939436	0.164478	-5.711611	0.0000
C	1.082629	1.733126	0.624668	0.5361
@TREND(1970)	-0.049919	0.072785	-0.685846	0.4972
R-squared	0.476151	Mean dependent var		0.055181
Adjusted R-squared	0.447048	S.D. dependent var		6.865009
S.E. of regression	5.104872	Akaike info criterion		6.172071
Sum squared resid	938.1499	Schwarz criterion		6.300038
Log likelihood	-117.3554	Hannan-Quinn criter.		6.217985
F-statistic	16.36102	Durbin-Watson stat		1.975192
Prob(F-statistic)	0.000009			

## الجدول 41.1. تقدير النموذج II للسلسلة INF بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.720141	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INF,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.932109	0.162952	-5.720141	0.0000
C	0.034492	0.811570	0.042500	0.9663
R-squared	0.469306	Mean dependent var		0.055181
Adjusted R-squared	0.454963	S.D. dependent var		6.865009
S.E. of regression	5.068205	Akaike info criterion		6.133771
Sum squared resid	950.4080	Schwarz criterion		6.219082
Log likelihood	-117.6085	Hannan-Quinn criter.		6.164380
F-statistic	32.72002	Durbin-Watson stat		1.961991
Prob(F-statistic)	0.000002			

## الجدول 42.1. تقدير النموذج I للسلسلة INF بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.797033	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(INF,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.932140	0.160796	-5.797033	0.0000
R-squared	0.469280	Mean dependent var		0.055181
Adjusted R-squared	0.469280	S.D. dependent var		6.865009
S.E. of regression	5.001196	Akaike info criterion		6.082538
Sum squared resid	950.4544	Schwarz criterion		6.125193
Log likelihood	-117.6095	Hannan-Quinn criter.		6.097842
Durbin-Watson stat	1.961844			

## السلسلة EXC

### الجدول 43.1. تقدير النموذج III للسلسلة EXC عند المستوى

Null Hypothesis: EXC has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.950484	0.6092
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(EXC)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXC(-1)	-0.085573	0.043873	-1.950484	0.0592
D(EXC(-1))	0.478145	0.142310	3.359880	0.0019
C	-1.348341	1.480106	-0.910976	0.3685
@TREND(1970)	0.236494	0.118039	2.003520	0.0529
R-squared	0.313908	Mean dependent var		1.781368
Adjusted R-squared	0.255100	S.D. dependent var		4.062799
S.E. of regression	3.506505	Akaike info criterion		5.444031
Sum squared resid	430.3451	Schwarz criterion		5.614653
Log likelihood	-102.1586	Hannan-Quinn criter.		5.505249
F-statistic	5.337843	Durbin-Watson stat		1.992575
Prob(F-statistic)	0.003908			

### الجدول 44.1. تقدير النموذج II للسلسلة EXC عند المستوى

Null Hypothesis: EXC has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.316864	0.9131
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(EXC)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXC(-1)	-0.006227	0.019653	-0.316864	0.7532
D(EXC(-1))	0.490369	0.148012	3.313047	0.0021
C	1.124077	0.850755	1.321271	0.1947
R-squared	0.235221	Mean dependent var		1.781368
Adjusted R-squared	0.192733	S.D. dependent var		4.062799
S.E. of regression	3.650345	Akaike info criterion		5.501324
Sum squared resid	479.7007	Schwarz criterion		5.629290
Log likelihood	-104.2758	Hannan-Quinn criter.		5.547237
F-statistic	5.536202	Durbin-Watson stat		1.959040
Prob(F-statistic)	0.008010			

## الجدول 45.1. تقدير النموذج I للسلسلة EXC عند المستوى

Null Hypothesis: EXC has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.740166	0.8703
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(EXC)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXC(-1)	0.010996	0.014856	0.740166	0.4639
D(EXC(-1))	0.523033	0.147396	3.548497	0.0011
R-squared	0.198134	Mean dependent var		1.781368
Adjusted R-squared	0.176462	S.D. dependent var		4.062799
S.E. of regression	3.686949	Akaike info criterion		5.497396
Sum squared resid	502.9629	Schwarz criterion		5.582707
Log likelihood	-105.1992	Hannan-Quinn criter.		5.528005
Durbin-Watson stat	1.962421			

### الجدول 46.1. تقدير النموذج III للسلسلة EXC بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(EXC) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.613994	0.0415
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(EXC,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXC(-1))	-0.533495	0.147619	-3.613994	0.0009
C	0.369450	1.235037	0.299141	0.7666
@TREND(1970)	0.028666	0.052734	0.543594	0.5901
R-squared	0.266501	Mean dependent var		0.045205
Adjusted R-squared	0.225751	S.D. dependent var		4.137361
S.E. of regression	3.640521	Akaike info criterion		5.495934
Sum squared resid	477.1223	Schwarz criterion		5.623901
Log likelihood	-104.1707	Hannan-Quinn criter.		5.541848
F-statistic	6.539921	Durbin-Watson stat		1.938221
Prob(F-statistic)	0.003777			

## الجدول 47.1. تقدير النموذج II للسلسلة EXC بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(EXC) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.610055	0.0100
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(EXC,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXC(-1))	-0.518427	0.143606	-3.610055	0.0009
C	0.945279	0.628906	1.503053	0.1413
R-squared	0.260481	Mean dependent var		0.045205
Adjusted R-squared	0.240494	S.D. dependent var		4.137361
S.E. of regression	3.605696	Akaike info criterion		5.452827
Sum squared resid	481.0386	Schwarz criterion		5.538138
Log likelihood	-104.3301	Hannan-Quinn criter.		5.483436
F-statistic	13.03250	Durbin-Watson stat		1.949809
Prob(F-statistic)	0.000902			

## الجدول 48.1. تقدير النموذج I للسلسلة EXC بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(EXC) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.230128	0.0019
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(EXC,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXC(-1))	-0.432856	0.134006	-3.230128	0.0026
R-squared	0.215327	Mean dependent var		0.045205
Adjusted R-squared	0.215327	S.D. dependent var		4.137361
S.E. of regression	3.664948	Akaike info criterion		5.460812
Sum squared resid	510.4101	Schwarz criterion		5.503467
Log likelihood	-105.4858	Hannan-Quinn criter.		5.476116
Durbin-Watson stat	1.995763			

## السلسلة OIL

### الجدول 49.1. تقدير النموذج III للسلسلة OIL عند المستوى

Null Hypothesis: OIL has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.662032	0.7494
Test critical values:		
1% level	-4.205004	
5% level	-3.526609	
10% level	-3.194611	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(OIL)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OIL(-1)	-0.174557	0.105026	-1.662032	0.1050
C	0.329220	3.050822	0.107912	0.9146
@TREND(1970)	0.306028	0.180266	1.697642	0.0980
R-squared	0.082530	Mean dependent var		1.941750
Adjusted R-squared	0.032937	S.D. dependent var		9.599766
S.E. of regression	9.440351	Akaike info criterion		7.399902
Sum squared resid	3297.448	Schwarz criterion		7.526568
Log likelihood	-144.9980	Hannan-Quinn criter.		7.445700
F-statistic	1.664138	Durbin-Watson stat		2.350551
Prob(F-statistic)	0.203214			

## الجدول 50.1. تقدير النموذج II للسلسلة OIL عند المستوى

Null Hypothesis: OIL has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.652096	0.8471
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(OIL)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 40 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OIL(-1)	-0.050329	0.077180	-0.652096	0.5183
C	3.285633	2.566226	1.280336	0.2082
R-squared	0.011066	Mean dependent var		1.941750
Adjusted R-squared	-0.014958	S.D. dependent var		9.599766
S.E. of regression	9.671297	Akaike info criterion		7.424909
Sum squared resid	3554.291	Schwarz criterion		7.509353
Log likelihood	-146.4982	Hannan-Quinn criter.		7.455441
F-statistic	0.425230	Durbin-Watson stat		2.468737
Prob(F-statistic)	0.518264			

## الجدول 51.1. تقدير النموذج I للسلسلة OIL عند المستوى

Null Hypothesis: OIL has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.241008	0.9426
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(OIL)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OIL(-1)	0.058391	0.047051	1.241008	0.2224
D(OIL(-1))	-0.357213	0.168744	-2.116897	0.0411
R-squared	0.079188	Mean dependent var		1.983013
Adjusted R-squared	0.054302	S.D. dependent var		9.721664
S.E. of regression	9.454030	Akaike info criterion		7.380680
Sum squared resid	3307.011	Schwarz criterion		7.465990
Log likelihood	-141.9233	Hannan-Quinn criter.		7.411288
Durbin-Watson stat	1.960847			

## الجدول 52.1. تقدير النموذج III للسلسلة OIL بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(OIL) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.322100	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(OIL,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OIL(-1))	-1.346290	0.161773	-8.322100	0.0000
C	0.145254	3.169442	0.045830	0.9637
@TREND(1970)	0.112945	0.133122	0.848430	0.4018
R-squared	0.658568	Mean dependent var		0.440705
Adjusted R-squared	0.639600	S.D. dependent var		15.56533
S.E. of regression	9.344391	Akaike info criterion		7.381233
Sum squared resid	3143.435	Schwarz criterion		7.509199
Log likelihood	-140.9340	Hannan-Quinn criter.		7.427146
F-statistic	34.71915	Durbin-Watson stat		1.966666
Prob(F-statistic)	0.000000			

### الجدول 53.1. تقدير النموذج II للسلسلة OIL بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(OIL) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.321224	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.610453	
5% level	-2.938987	
10% level	-2.607932	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(OIL,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OIL(-1))	-1.339304	0.160950	-8.321224	0.0000
C	2.506324	1.511152	1.658552	0.1057
R-squared	0.651741	Mean dependent var		0.440705
Adjusted R-squared	0.642329	S.D. dependent var		15.56533
S.E. of regression	9.308945	Akaike info criterion		7.349749
Sum squared resid	3206.289	Schwarz criterion		7.435060
Log likelihood	-141.3201	Hannan-Quinn criter.		7.380358
F-statistic	69.24278	Durbin-Watson stat		1.942764
Prob(F-statistic)	0.000000			

### الجدول 54.1. تقدير النموذج I للسلسلة OIL بعد أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(OIL) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.977904	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.625606	
5% level	-1.949609	
10% level	-1.611593	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(OIL,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 39 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OIL(-1))	-1.295454	0.162380	-7.977904	0.0000
R-squared	0.625849	Mean dependent var		0.440705
Adjusted R-squared	0.625849	S.D. dependent var		15.56533
S.E. of regression	9.520979	Akaike info criterion		7.370179
Sum squared resid	3444.663	Schwarz criterion		7.412834
Log likelihood	-142.7185	Hannan-Quinn criter.		7.385483
Durbin-Watson stat	1.897140			

## الملحق II : اختبار التكامل المشترك

### الجدول 1.2 . اختبار Eng and Granger للتكامل المشترك

Dependent Variable: RPGDP  
Method: Least Squares  
Sample: 1970 2010  
Included observations: 38

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	-431.7652	117.0251	-3.689509	0.0009
FDI	-81.53994	38.22785	-2.132998	0.0415
TRADE	6.737471	4.782840	1.408676	0.0496
M2	19.17169	4.117403	4.656258	0.0001
INT	39.70250	21.79897	1.821302	0.0789
INF	6.963739	5.331696	1.306102	0.2018
EXC	7.240512	1.480733	4.889817	0.0000
OIL	8.317733	1.623153	5.124431	0.0000
C	-48.81433	578.1712	-0.084429	0.9333
R-squared	0.903982	Mean dependent var		2737.859
Adjusted R-squared	0.877494	S.D. dependent var		320.7003
S.E. of regression	112.2477	Akaike info criterion		12.48269
Sum squared resid	365387.0	Schwarz criterion		12.87054
Log likelihood	-228.1711	Hannan-Quinn criter.		12.62068
F-statistic	34.12835	Durbin-Watson stat		1.496502
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الجدول 2.2. اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) للحد العشوائي

Null Hypothesis: RESIDUAL has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.766863	0.0005
Test critical values:		
1% level	-3.626784	
5% level	-2.945842	
10% level	-2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RESIDUAL)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1971 2010  
 Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDUAL(-1)	-0.771791	0.161908	-4.766863	0.0000
C	5.515062	16.15124	0.341464	0.7349
R-squared	0.400596	Mean dependent var		2.953474
Adjusted R-squared	0.382966	S.D. dependent var		123.2997
S.E. of regression	96.85380	Akaike info criterion		12.03823
Sum squared resid	318942.4	Schwarz criterion		12.12621
Log likelihood	-214.6882	Hannan-Quinn criter.		12.06894
F-statistic	22.72299	Durbin-Watson stat		1.990077
Prob(F-statistic)	0.000034			

### الجدول 3.2. اختبار الارتباط السلسلي (Breusch-Godfrey) للحد العشوائي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.046019	Prob. F(2,27)	0.3651
Obs*R-squared	2.732618	Prob. Chi-Square(2)	0.2550

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Sample: 1970 2010

Included observations: 38

Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	33.86590	119.6382	0.283069	0.7793
FDI	10.39584	40.39902	0.257329	0.7989
TRADE	-0.243789	4.820327	-0.050575	0.9600
M2	0.071029	4.136777	0.017170	0.9864
INT	-3.190280	21.94769	-0.145358	0.8855
INF	0.225483	5.382121	0.041895	0.9669
EXC	-0.127345	1.504953	-0.084617	0.9332
OIL	-0.359973	1.668952	-0.215688	0.8309
C	78.11529	580.9903	0.134452	0.8940
RESID(-1)	0.295676	0.209459	1.411620	0.1695
RESID(-2)	-0.098813	0.206505	-0.478504	0.6361
R-squared	0.071911	Mean dependent var		1.43E-12
Adjusted R-squared	-0.271826	S.D. dependent var		99.37467
S.E. of regression	112.0700	Akaike info criterion		12.51332
Sum squared resid	339111.7	Schwarz criterion		12.98736
Log likelihood	-226.7531	Hannan-Quinn criter.		12.68198
F-statistic	0.209204	Durbin-Watson stat		1.876325
Prob(F-statistic)	0.993459			

## الجدول 4.2. اختبار عدم ثبات التباين (Breusch-Pagan-Godfrey) للحد العشوائي

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.300574	Prob. F(8,29)	0.2820
Obs*R-squared	10.03372	Prob. Chi-Square(8)	0.2627
Scaled explained SS	2.833154	Prob. Chi-Square(8)	0.9444

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1970 2010

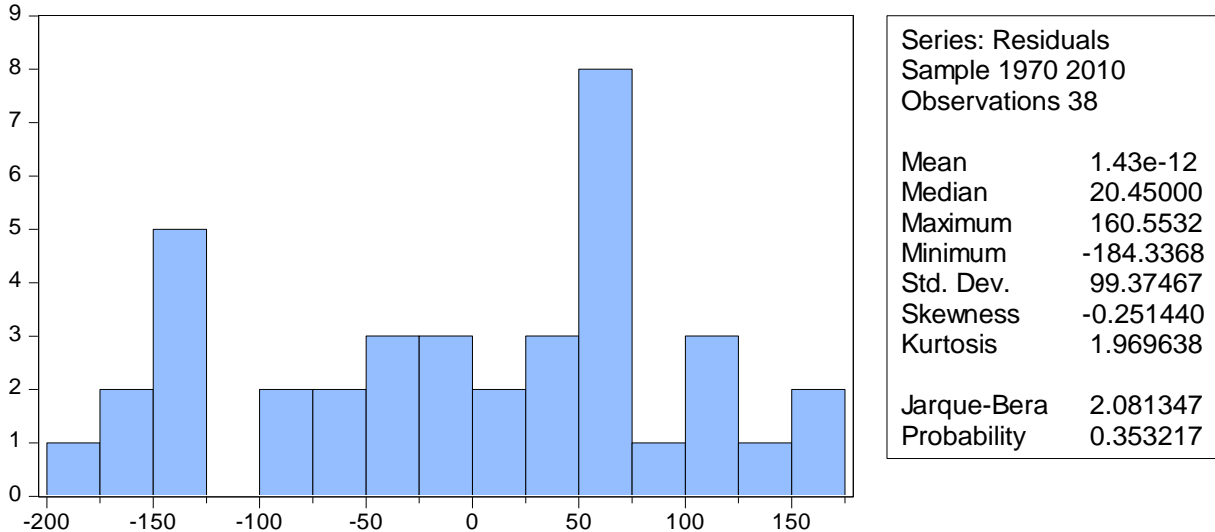
Included observations: 38

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	75251.23	47892.94	1.571238	0.1270
KAOPEN	5329.310	9693.802	0.549765	0.5867
FDI	5285.784	3166.613	1.669223	0.1058
TRADE	-429.0626	396.1877	-1.082978	0.2877
M2	-481.8145	341.0661	-1.412672	0.1684
INT	-740.4665	1805.723	-0.410067	0.6848
INF	-528.0299	441.6522	-1.195578	0.2415
EXC	-240.7525	122.6568	-1.962813	0.0593
OIL	151.6351	134.4542	1.127783	0.2687

R-squared	0.264045	Mean dependent var	9615.448
Adjusted R-squared	0.061023	S.D. dependent var	9595.447
S.E. of regression	9298.066	Akaike info criterion	21.31639
Sum squared resid	2.51E+09	Schwarz criterion	21.70424
Log likelihood	-396.0115	Hannan-Quinn criter.	21.45439
F-statistic	1.300574	Durbin-Watson stat	2.189704
Prob(F-statistic)	0.282035		

## البيان 1.2. اختبار (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي للحد العشوائي



## الجدول 5.2. اختبار Johansen للتكامل المشترك

Sample (adjusted): 1972 2010  
 Included observations: 34 after adjustments  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: RPGDP KAOPEN FDI TRADE M2 INT INF EXC OIL  
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.962713	365.7793	197.3709	0.0000
At most 1 *	0.936089	253.9496	159.5297	0.0000
At most 2 *	0.830209	160.4405	125.6154	0.0001
At most 3 *	0.699925	100.1522	95.75366	0.0240
At most 4	0.523778	59.22559	69.81889	0.2599
At most 5	0.405645	34.00201	47.85613	0.5018
At most 6	0.281311	16.31251	29.79707	0.6901
At most 7	0.126057	5.081390	15.49471	0.8001
At most 8	0.014605	0.500219	3.841466	0.4794

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

### Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.962713	111.8296	58.43354	0.0000
At most 1 *	0.936089	93.50907	52.36261	0.0000
At most 2 *	0.830209	60.28832	46.23142	0.0009
At most 3 *	0.699925	40.92663	40.07757	0.0400
At most 4	0.523778	25.22358	33.87687	0.3701
At most 5	0.405645	17.68950	27.58434	0.5211
At most 6	0.281311	11.23112	21.13162	0.6242
At most 7	0.126057	4.581171	14.26460	0.7935
At most 8	0.014605	0.500219	3.841466	0.4794

Max-eigenvalue test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق III : تقدير نموذج تصحيح الخطأ

الجدول 1.3. نموذج تصحيح الخطأ ECM

Dependent Variable: D(RPGDP)  
Method: Least Squares  
Sample (adjusted): 1971 2010  
Included observations: 36 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	40.06559	13.97756	2.866423	0.0081
D(KAOPEN)	-358.7342	58.09403	-6.175062	0.0000
D(FDI)	-17.05852	17.21989	-0.990629	0.3310
D(TRADE)	2.826212	3.126582	0.903930	0.3743
D(M2)	4.391889	3.047659	1.441070	0.1615
D(INT)	-10.56826	16.66490	-0.634163	0.5315
D(INF)	3.019665	3.036011	0.994616	0.3291
D(EXC)	-4.281030	5.140386	-0.832823	0.4125
D(OIL)	0.660971	2.081321	0.317573	0.7533
U(-1)	-0.247627	0.150369	-1.646802	0.0116
R-squared	0.711228	Mean dependent var		34.08394
Adjusted R-squared	0.611268	S.D. dependent var		100.9006
S.E. of regression	62.90984	Akaike info criterion		11.35142
Sum squared resid	102898.8	Schwarz criterion		11.79128
Log likelihood	-194.3255	Hannan-Quinn criter.		11.50494
F-statistic	7.115159	Durbin-Watson stat		1.468925
Prob(F-statistic)	0.000039			

### الجدول 2.3. اختبار الارتباط السلسلي (Breusch-Godfrey) للحد العشوائي لنموذج

#### ECM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.551552	Prob. F(2,20)	0.2364
Obs*R-squared	5.238303	Prob. Chi-Square(2)	0.0729

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Sample: 1972 2010

Included observations: 39

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.040226	0.216262	0.186007	0.8543
C(2)	-0.045324	0.172222	-0.263170	0.7951
C(3)	3.563598	84.33701	0.042254	0.9667
C(4)	-1.743188	80.92463	-0.021541	0.9830
C(5)	-14.03292	23.55818	-0.595671	0.5581
C(6)	-12.48059	27.29567	-0.457237	0.6524
C(7)	-1.785835	3.082853	-0.579280	0.5689
C(8)	0.795509	2.962283	0.268546	0.7910
C(9)	-1.755554	3.081153	-0.569772	0.5752
C(10)	1.043331	2.924156	0.356797	0.7250
C(11)	-6.199912	13.32570	-0.465260	0.6468
C(12)	-1.438510	14.99069	-0.095960	0.9245
C(13)	-0.587751	2.746921	-0.213967	0.8327
C(14)	1.384662	2.832705	0.488812	0.6303
C(15)	1.099784	3.119151	0.352591	0.7281
C(16)	-0.471417	3.100534	-0.152044	0.8807
C(17)	140.4837	306.6388	0.458141	0.6518
RESID(-1)	-0.343577	0.320697	-1.071344	0.2968
RESID(-2)	-0.481595	0.313249	-1.537419	0.1399
R-squared	0.134315	Mean dependent var		4.55E-13
Adjusted R-squared	-0.644801	S.D. dependent var		38.57379
S.E. of regression	49.47080	Akaike info criterion		10.94717
Sum squared resid	48947.20	Schwarz criterion		11.75762
Log likelihood	-194.4698	Hannan-Quinn criter.		11.23796
F-statistic	0.172395	Durbin-Watson stat		2.035242
Prob(F-statistic)	0.999781			

الجدول 3.3. اختبار عدم ثبات التباين (Breusch-Pagan-Godfrey) للحد العشوائي

نموذج ECM

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	2.672358	Prob. F(16,22)	0.0168
Obs*R-squared	25.75062	Prob. Chi-Square(16)	0.0676
Scaled explained SS	6.510380	Prob. Chi-Square(16)	0.9816

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1972 2010

Included observations: 39

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8697.506	8474.524	1.026312	0.3159
RPGDP(-1)	-2.133923	5.495177	-0.388327	0.7015
RPGDP(-2)	0.796070	4.357809	0.182677	0.8567
KAOPEN(-1)	787.7622	2364.395	0.333177	0.7422
KAOPEN(-2)	-1921.650	2289.811	-0.839218	0.4104
FDI(-1)	-1202.164	598.0692	-2.010076	0.0568
FDI(-2)	1244.360	698.6371	1.781126	0.0887
TRADE(-1)	98.37150	83.46420	1.178607	0.2511
TRADE(-2)	-103.2517	82.02670	-1.258757	0.2213
M2(-1)	28.40423	83.23737	0.341244	0.7362
M2(-2)	-97.58386	78.31853	-1.245987	0.2259
INT(-1)	-77.31443	368.1819	-0.209990	0.8356
INT(-2)	-50.75816	429.1140	-0.118286	0.9069
INF(-1)	83.57342	75.59822	1.105495	0.2809
INF(-2)	-81.44356	77.36696	-1.052692	0.3039
EXC(-1)	-48.04062	87.49650	-0.549058	0.5885
EXC(-2)	40.50969	88.55505	0.457452	0.6518

R-squared	0.660272	Mean dependent var	1449.785
Adjusted R-squared	0.413197	S.D. dependent var	1851.443
S.E. of regression	1418.261	Akaike info criterion	17.65153
Sum squared resid	44252244	Schwarz criterion	18.37667
Log likelihood	-327.2048	Hannan-Quinn criter.	17.91170
F-statistic	2.672358	Durbin-Watson stat	2.588647
Prob(F-statistic)	0.016795		

### البيان 1.3. اختبار (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي للحد العشوائي لنموذج ECM

