

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR - ANNABA -



جامعة باجي مختار - عنابة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
مخبر المالية الدولية والحوكمة ودراسة النشوء LIFIEGE
قسم العلوم التجارية
أطروحة دكتوراه
مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

إشكالية تفعيل الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة: محاولة لدراسة
واقع السوق المالي الجزائري

الشعبة: مالية المؤسسات

من إعداد الباحثة: معياش نسرين
مدير أطروحة التخرج: بن ثابت علي
أستاذ التعليم العالي
جامعة عنابة

أعضاء اللجنة

أ.د بن عمارة منصور	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة عنابة
أ.د بن ثابت علي	أستاذ التعليم العالي	مقررا	جامعة عنابة
د. داحي عمار	أستاذ محاضر - أ-	عضوا	جامعة عنابة
أ.د عمر شريف	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة باتنة
أ.د خليل عبد الرزاق	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة قالمة
د. بوعزيز ناصر	أستاذ محاضر - أ-	عضوا	جامعة قالمة

السنة الجامعية: 2016/2015

شكر وعرفان

الشكر لله عز و جل الذي من علي بإتمام هذا العمل
المتواضع؛

إلى الغالي والدي العزيز والغالية والدتي حفظهما الله وإلى قرة
عيني رزان

أتوجه بجزيل الشكر إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد
في انجاز هذا العمل؛

الشكر إلى كل من قدم لي النصيحة والتشجيع في الاستمرار
والصبر؛

الشكر للأستاذ المشرف على صبره وثقته التي منحني إياها؛
الشكر الخالص للأستاذة الكرام الذين تقبلوا بصدر رحب تقييم
الأطروحة؛

الأستاذة : نسرين معياش

الملخص

لطالما اعتبرت الاقتصاديات الناشئة موضوع دراسة واهتمام من قبل الكثير من الباحثين والدارسين وقد انصب تركيزهم على جوانب مختلفة لهذه الاقتصاديات سواء كانت منها الاقتصادية أو المالية وحتى السياسية منها على السواء. ونحاول في هذه الدراسة تسليط الضوء على بعض من الإشكاليات المطروحة والخاصة بفاعلية أسواقها المالية خاصة لما تعرفه هذه الأخيرة من مساهمة معتبرة في تمويل الاقتصاد العالمي. إن الاقتصاديات الناشئة قد انتهجت سياسة التحرير المالي كسبيل للرفع من معدلات نموها الاقتصادي وتعزيزه، ولكن يبدو أن هذه قد تكون حقيقة تشوبها بعض من الوهم.

فقد صاحبها ظهور الرأسمالية المالية نتج عنها تعاظم ظاهرة الفساد المالي وتغلغله وأصبح يمتص جزءا هاما من موارد هذه الاقتصاديات، وفي الوقت نفسه، قد أدركت ضرورة إدارة الحكم الراشد في تعزيز الشفافية ومكافحة الفساد للارتقاء بنوعية المؤسسات التي أصبحت اليوم كمحدد للنمو الاقتصادي واستمراره وهذا ما خلصت إليه الدراسة التي شملت مجموعة متنوعة من الاقتصاديات الناشئة للفترة 2002-2011 بالاعتماد على أسلوب تحليل السلاسل الزمنية المقطعية.

إن الحديث عن الأزمات المالية التي سارت جنبا إلى جنب ما هي إلا ظاهرة لطالما لازمت الاقتصاديات الناشئة خلال سنوات القرن الماضي والحاضر وعلى اختلاف النماذج المفسرة لها فالواضح أن لانتقال الأزمات عبر قنوات نقل طبيعية هي نتيجة حتمية للترابط الموجود بين الاقتصاديات المتقدمة وتلك الناشئة، وهذا أكدته الدراسة أثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات متقدمة وناشئة للفترة 2000-2015 والتي أشارت إلى وجود عدوى مالية بين هذه الاقتصاديات وإن بدرجات مختلفة.

أما على صعيد السوق المالي الجزائري عموما يتسم بضالة مساهمته في تمويل الاقتصاد وذلك راجع إلى جملة من المعوقات كانت منها الاقتصادية وغير الاقتصادية وهذا ما يتطلب، خصوصا في الوضع الراهن، الإسراع في تبني برنامج إصلاح شامل لكل جوانب السوق المالية.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، الاقتصاديات الناشئة، كفاءة الأسواق، العدوى، الحكم الراشد.

Abstract

It has long been considered the emerging economies subject of study and interest by a lot of researchers, and has focused on the different aspects of these economies, whether including economic, financial and political. In this study, we are trying to highlight some of the problems private of efficiency of financial markets especially the latter arguing in the financing of the global economy contribution. The emerging economies have pursued a policy of financial liberalization as a way to raise economic growth rates and strengthen it, but it seems that this may be tainted by the fact that some of the illusion.

It has accompanied capitalism emergence of finance resulted in the growing phenomenon of financial corruption and penetration that became absorbed an important part of these economies' resources, at the same time, I have realized the need for good governance in promoting transparency and anti-corruption to enhance the quality of the institutions that have become today as a determinant of economic growth and this continuity and the findings of the study, which included a variety of emerging economies for the period 2002-2011 depending on the time-series analysis.

Talking about the financial crisis, which goes hand in hand, is just pure for so long haunted the emerging economies during the years of the last century and the present. The different explanatory models it is clear that the transmission of crises through the channels of normal transfer is an inevitable consequence of the interdependence that exists between the developed economies and the emerging, this study confirmed the impact of the mortgage crisis on advanced economies and emerging for the period 2000-2015, which indicated the presence of financial contagion between these economies and the different degrees.

At the level of the Algerian financial market it is generally characterized by the minimal contribution to the financing of the economy and it is due to a number of obstacles which were economic and non-economic, and that is what requires, especially in the current situation, accelerate the adoption of a comprehensive reform of all aspects of the financial market program.

Key Words: Financial Markets, Emerging Economies, Efficiency of Financial Markets, Contagion Effect, Good Governance.

الفهرس العام

الصفحة	العنوان
–	شكر وعرفان
–	الملخص
i-viii	الفهرس العام
ix-xi	فهرس الجداول
xi	فهرس الأشكال
xii	الملخص
أ-ز	المقدمة العامة
01	الفصل الأول: الفكر الرأسمالي والاقتصاديات الناشئة
02	مقدمة الفصل
03	المبحث الأول: الجوانب النظرية للفلسفة الاقتصادية للرأسمالية
03	أولاً: الرأسمالية الكلاسيكية
03	1- المذهب الطبيعي
04	2- المدرسة الكلاسيكية الجديدة
05	3- التنظير الماركسي
07	ثانياً: توجهات جديدة للرأسمالية
07	1- المدرسة الحديثة
09	2- كينز والرأسمالية الجديدة
10	ثالثاً: مساهمة المدرسة النمساوية في الفكر الرأسمالي
11	1- الصراع مع المدرسة الألمانية
13	2- مساهمة جمعية Mont-Pèlerin
14	رابعاً: أزمة السبعينيات وفكر جديد للرأسمالية
14	1- أزمة السبعينيات ونتائجها
15	2- الرأسمالية الجديدة في فكر ميلتون فريدمان

17	المبحث الثاني: مكانة الاقتصاديات الناشئة في الفكر الرأسمالي
17	أولاً: الاقتصاديات الناشئة في فكر المدرسة الكلاسيكية
20	ثانياً: الشركات المتعددة الجنسيات والدول الناشئة
22	ثالثاً: تقرير Lester.B.Pearson
23	رابعاً: الأهداف وراء إنشاء صندوق النقد والبنك العالمي
25	خامساً: تطور النظام الأوروبي
27	المبحث الثالث: الاقتصاديات الناشئة خصائصها وتطورها
28	أولاً: مفهوم وخصائص الاقتصاديات الناشئة
30	1- خصائص الاقتصاديات الناشئة
33	2- مقومات الاقتصاديات الناشئة
34	ثانياً: العائد والخطر في الأسواق الناشئة
34	1- تطور الزوج عائد/ خطر
35	2- الخطر الخاص
39	3- تطور الأسواق الناشئة
44	المبحث الرابع: المزايا النظرية للعولمة المالية على الاقتصاديات الناشئة
44	أولاً: العولمة المالية والنمو الاقتصادي
44	1- المزايا النظرية للعولمة المالية
46	2- الدراسات التجريبية
48	ثانياً: العولمة المالية وتكلفة رأسمال
49	1- التيار الأول من الدراسات
50	2- التيار الثاني من الدراسات
52	ثالثاً: العولمة المالية وكفاءة الأسواق المالية
52	1- نظرية كفاءة السواق المالية
53	2- متطلبات الكفاءة
54	3- الدراسات التجريبية
56	خلاصة الفصل الأول
57	الفصل الثاني: الأزمات في الاقتصاديات الناشئة
58	مقدمة الفصل

59	المبحث الأول: الأزمة المفهوم والأنواع
59	أولاً: مفهوم الأزمات
59	1- مفهوم الأزمة
61	2- خصائص الأزمة
62	ثانياً: أنواع الأزمات المالية
62	1- أزمة سعر الصرف
63	2- الأزمة المصرفية
65	3- أزمة سوق المال
66	4- أزمة المديونية
67	ثالثاً: الأزمات في الاقتصاديات الناشئة
67	1- الأزمة في دول جنوب شرق آسيا
70	2- الأزمة في روسيا
71	3- الأزمة في المكسيك
72	4- الأزمة في البرازيل
73	رابعاً: الأزمات في الاقتصاديات المتقدمة
73	1- أزمة الكساد الكبير 1929
74	2- أزمة وولستريت 1987
75	3- أزمة الرهن العقاري 2008
79	المبحث الثاني: النظريات المفسرة للأزمات المالية
79	أولاً: الأزمة عند الكلاسيك
81	ثانياً: الأزمة عند ماركس
82	ثالثاً: الأزمة في المدرسة الحدية
82	1- نظرية الاستهلاك المخفض
82	2- نظرية الإفراط في الترسمل
84	3- نظرية التسارع
84	رابعاً: الأزمة عند كينز
85	خامساً: الأزمة في فكر المدرسة النقدية
86	سادساً: الأزمة في فكر المدرسة النمساوية

87	سابعا: الأزمة في فكر Irving Fisher
90	ثامنا: الأزمة في فكر Hayman Minsky
92	المبحث الثالث: نماذج الأزمات
92	أولا: نماذج الجيل الأول للأزمة
93	1- النموذج الكنسي
94	2- نقد تحليل P.Kraugman
95	ثانيا: نماذج الجيل الثاني للأزمة
96	1- نماذج الجيل الثاني للأزمة حسب Obstfeld
97	2- نقد تحليل Obstfeld
99	ثالثا: نماذج الجيل الثالث للأزمة
100	1- الأزمات المزدوجة
101	2- حركية رؤوس الأموال
101	3- نقص السيولة المصرفية من أصل خارجي
102	4- الخطر المعنوي
104	المبحث الرابع: أسباب أخرى إلى جانب النظريات المفسرة
104	أولا: عدم الاستقرار الاقتصادي
107	ثانيا: انفصال المجال المالي عن المجال الحقيقي
107	1- نظام جديد في التراكم الرأسمالي
108	2- المشتقات المالية ودورها في تعزيز الأزمات
111	خلاصة الفصل الثاني
112	الفصل الثالث: إشكالية تفعيل الأسواق الناشئة
113	مقدمة الفصل
114	المبحث الأول: الحكم الراشد كمحدد لتفعيل الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة
114	أولا: الحكم الراشد والعولمة المالية
114	1- الحكم الراشد والقدرة الاستيعابية
115	2- العولمة المالية وتعزيز قنوات الإجرام المالي
117	3- الحكم الراشد وتقلبات رؤوس الأموال
117	ثانيا: الدراسات التجريبية السابقة

120	ثالثا: المتغيرات المؤسسية
120	1- البيئة التنظيمية
121	2- البيئة العامة
121	3- البيئة القانونية
121	4- البيئة السياسية
122	رابعا: صياغة نموذج للحكم الراشد
125	المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر الحكم الراشد على تنمية القطاع المالي والنمو الاقتصادي للاقتصاديات الناشئة للفترة 2002-2011
125	أولا: السلاسل الزمنية المقطعية
126	1- اختبار التجانس
128	2- التنبؤ بالنموذج باستخدام تحليل السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data
129	ثانيا: اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية المقطعية
130	ثالثا: منهجية الدراسة والنموذج المستخدم
130	1- التعريف بالمتغيرات المستخدمة
132	2- دراسة الاستقرار والتكامل المتزامن للسلاسل الزمنية المقطعية
134	3- تقدير النموذج
135	4- تقدير وتفسير النموذج باستخدام التأثيرات الثابتة
138	المبحث الثالث: خطر العدوى المالية
138	أولا: مفهوم العدوى
140	ثانيا: أنواع العدوى
140	1- العدوى النقية
143	2- عدوى انتقال الأزمات عبر القنوات الطبيعية
146	3- الدراسات التجريبية السابقة
149	المبحث الرابع: دراسة لقياس أثر أزمة الرهن العقاري على الاقتصاديات المتقدمة والناشئة للفترة 2000-2015
149	أولا: تقديم عام للطريقة الإحصائية المستخدمة
149	1- عرض لنموذج GARCH

150	2- السببية
151	ثانيا: الدراسة التطبيقية
152	1- وصف المعطيات
153	2- الإحصائيات الوصفية
156	3- مصفوفة معاملات الارتباط
158	4- اختبار جذر الوحدة والتكامل المتزامن
161	5- دراسة السببية بمفهوم Granger
162	6- تقدير نموذج GARCH
165	7- اختبار قياس خطر العدوى النقية
166	8- دوال الاستجابة
168	9- تحليل تباين الأخطاء المقدر
173	خلاصة الفصل الثالث
175	الفصل الرابع: عرض للإصلاحات الاقتصادية وتطور السوق المالي في الجزائر
176	مقدمة الفصل
177	المبحث الأول: مقومات وحيثيات الإصلاح في الجزائر
177	أولا: القيم الجوهرية للإصلاح
177	1- الإصلاح الحكومي
181	2- برامج التثبيت والتكيف الهيكلي
184	ثانيا: حيثيات الإصلاح في الجزائر
184	1- العوامل الداخلية والخارجية
186	2- ملامح نظام العملة بالجزائر
187	ثالثا: الاتفاق مع الجهات الدولية
187	1- الاتفاق مع صندوق النقد والبنك الدولي
188	2- الاتفاق مع نادي باريس
189	3- الاتفاق مع نادي لندن
189	المبحث الثاني: مضمون البرامج الإصلاحية
190	أولا: أسس إعادة هيكلة المؤسسات
190	1- تقليص دور الدولة

191	2- الفصل بين الملكية والإدارة
191	3- تطور هياكل المؤسسات
192	4- التطهير المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية
193	ثانيا: سياسة الخصخصة في الجزائر
193	1- ماهية الخصخصة وأساليب تحويل الملكية
195	2- شروط تنفيذ الخصخصة
196	3- مسار الخصخصة في الجزائر
198	ثالثا: الإصلاحات المرافقة للإصلاحات الاقتصادية
198	1- الإصلاحات في النظام الضريبي
201	2- قانون الاستثمار الخاص
203	المبحث الثالث: الإصلاحات في النظام المصرفي
203	أولا: الإصلاحات المالية للفترة 1971-1986
203	1- الإصلاح المالي لسنة 1971
204	2- الإصلاح النقدي لسنة 1986
204	3- قانون استقلالية البنوك 1988
205	ثانيا: الجهات المنظمة للوظيفة المصرفية
205	1- مجلس النقد والقرض
206	2- بنك الجزائر
206	3- اللجنة المصرفية
207	ثالثا: الإصلاح المصرفي
207	1- قانون القرض والنقد 90-10
209	2- الاتجاه نحو تعديل قانون النقد والقرض
210	رابعا: أوجه الإصلاح المصرفي
211	1- التطهير المالي
211	2- إعادة الرسملة
212	3- التحرير المصرفي
212	4- تحرير أسعار الفائدة
212	5- خصخصة البنوك

213	المبحث الرابع: نشأة وتحليل واقع بورصة القيم المنقولة بالجزائر للفترة 2009-2013
213	أولاً: نشأة بورصة الجزائر
213	1- المرحلة التأسيسية 1990-1992
214	2- المرحلة الابتدائية 1993-1996
214	3- مرحلة الانطلاق 1996-1999
215	ثانياً: تنظيم بورصة الجزائر
215	1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
216	2- شركة إدارة البورصة
216	3- الوسيط في عمليات البورصة
217	4- المؤتمر المركزي
218	5- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة
219	6- حافظو السندات وماسكو الحسابات
219	ثالثاً: نظام التسعير في بورصة الجزائر
220	رابعاً: نظام الإدراج في بورصة الجزائر
220	1- مرحلة ما قبل الإدراج
221	2- مرحلة الإدراج
221	3- مرحلة ما بعد الإدراج
222	خامساً: تحليل واقع السوق المالي للفترة 2009-2013
223	1- ملامح البيئة الاقتصادية
226	2- محاولة لدراسة واقع السوق المالي بالجزائر
231	3- السوق المالي الجزائري وضرورات الإصلاح
237	خلاصة الفصل الرابع
239	الخاتمة العامة
244	المراجع

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
-------	---------	--------

20	النمو في الإنفاق على السلع الاستهلاكية %	1-1
23	حصص وأصوات الدول الخمسة الكبرى	2-1
28	قائمة الأسواق المالية الناشئة	3-1
31	مؤشرات تطور الأسواق المالية الناشئة بين 1990-2003	4-1
32	مقارنة بين مؤشرات تطور الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة سنة 2003	5-1
38	المتغيرات في مؤشر المصادقية الوطنية	6-1
40	تواريخ التحرير المالي للاقتصاديات الناشئة	7-1
42	هيكل التدفقات المالية الصافية	8-1
43	تمويل الأسواق المالية الناشئة خلال 1997-2003	9-1
43	حجم احتياطي الصرف للأسواق الناشئة	10-1
44	فترات الركود الاقتصادي للولايات المتحدة الأمريكية	11-1
47	ملخص لأهم الدراسات التجريبية	12-1
116	معدلات الفساد المالي بين عامي 1999 و 2010	1-3
131	المتغيرات المفسرة والتابعة	2-3
132	نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية	3-3
133	نتائج اختبار Pedroni	4-3
134	نتائج التقدير للنموذج	5-3
135	نتائج اختبار Haussman	6-3
135	تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة	7-3
147	ملخص للأعمال التجريبية لأثر العدوى	8-3
154	الإحصائيات الوصفية للفترة الكلية	9-3 أ
154	الإحصائيات الوصفية لفترة الهدوء	9-3 ب
155	الإحصائيات الوصفية لفترة الأزمة	9-3 ج
156	مصفوفة معاملات الارتباط للفترة الكلية	10-3 أ

157	مصفوفة معاملات الارتباط لفترة الهدوء	3-10ب
157	مصفوفة معاملات الارتباط لفترة الأزمة	3-10ج
159	نتائج اختبار جذر الوحدة	3-11
160	فترات الإبطاء وقيمة معيار AIC	3-12
160	نتائج اختبار التكامل المشترك	3-13
161	ملخص لنتائج اختبار السببية	3-14
162	تقدير نموذج GARCH لفترة الهدوء	3-15أ
163	تقدير نموذج GARCH لفترة الأزمة	3-15ب
166	نتائج معاملات الارتباط المصححة وقيمة t المحسوبة	3-16
169	تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر S&P 500	3-17
169	تحليل تباين الأخطاء لمؤشر CAC40	3-18
170	تحليل تباين الأخطاء لمؤشر FTSE100	3-19
170	تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر NIKKIE	3-20
170	تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر KLSE	3-21
170	تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Merval	3-22
171	تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر BOVESPA	3-23
171	تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر JKSE	3-24
171	تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر IPC	3-25
185	المؤشرات المالية والاقتصادية بين عامي 1985-1986	4-1
197	حصيلة عملية الخصخصة للفترة 2003-2007	4-2
223	المؤشرات الاقتصادية الكلية للفترة 2009-2013	4-3
227	أهم عمليات الإصدار ببورصة الجزائر للفترة 1998-2013	4-4
227	إصدار سندات القرض للفترة 2003-2013	4-5
228	إصدار سندات القرض حسب الطبيعة للفترة 2003-2013	4-6

229	تطور الرسملة السوقية للفترة 2013-2009	7-4
230	تطور حجم المبادلات والقيمة المتبادلة في السوق للفترة 2013-2009	8-4
230	تطور التقلبات في الأسعار للفترة 2013-2009	9-4
230	الرسملة السوقية ببورصتي تونس والمغرب	10-4

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
167	دوال الاستجابة في الاقتصاديات المتقدمة	1-3
167	دوال الاستجابة في الاقتصاديات الناشئة	2-3

المقدمة العامة

المقدمة العامة

تعتبر السوق المالية أحد أهم مظاهر الرأسمالية وتتميز بكونها استثمار طويل الأجل وتتمثل الوظيفة الرئيسية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة. ومن خلال هذه السوق تتحول المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لمؤسسات تمارس أنشطة متنوعة بما يعمل على زيادة الاستثمار الحقيقي ومن ثم على زيادة معدلات التشغيل ونمو الاقتصاد الوطني.

وفي محاولة لإحياء دور السوق المالي الأساسي في الدول الناشئة عموما والجزائر خاصة وإعادة تنشيطها لتؤدي دورها التنموي قامت مختلف الحكومات بإتباع برنامج للإصلاح الاقتصادي والمالي يستهدف تحسين البيئة المنظمة لعمل السوق وإزالة كل القيود على المعاملات بالنقد الأجنبي للمستثمرين الأجانب في السوق المالية، بحيث سمح هذا البرنامج بحرية حركة رؤوس الأموال إلا أنه مع تعاظم ظاهرة العولمة في أي قيد. وبالرغم من اختلاف الآراء حول حرية حركة رؤوس الأموال إلا أنه مع تعاظم ظاهرة العولمة في العقدين الماضيين تسارعت ظاهرة التحرير المالي وتنامي دور انتقال رؤوس الأموال الأجنبية خلال عقد التسعينيات من القرن الماضي حيث شكلت قيمة المعاملات المالية الرأسمالية نحو خمسة أضعاف معدلات التبادل التجاري. وقد تسارعت حركة التدفقات المالية إلى هذه الاقتصاديات في أشكال متعددة منها استثمارات مباشرة أو في شكل حافطة.

إن الحديث عن النمو الذي ساد العقد الماضي هو حديث الأداء المتميز لاقتصاديات الأسواق الناشئة التي أخذت تتكامل سريعا مع الأسواق العالمية منذ منتصف الثمانينيات، وبعد تعرضها للأزمات خلال الثمانينيات والتسعينيات نالت تلك الأسواق مكانة هامة مسجلة بذلك معدلات نمو كبيرة مبقية بذلك على التضخم والمشاكل الأساسية قيد السيطرة إلى حد كبير.

وقبل وقوع الأزمة العالمية في 2008-2009 قد كان هناك شعور متنامي بين المستثمرين وصناع السياسة أن الاقتصاديات الناشئة قد أصبحت أكثر صمودا أمام الصدمات المتأتية من الاقتصاديات المتقدمة. والواقع والأدلة قد تبين أنه كان تقارب في الدورات الاقتصادية بين الأسواق الناشئة والمتقدمة وقد أصبحت كذلك التقلبات في الأسواق المالية أكثر ارتباطا بينهما لكن ذلك لم يترجم إلى تداعيات أكبر في الاقتصاد الحقيقي.

وخلال عامي الأزمة العالمية حدث تحول مذهل فقد أصبحت الاقتصاديات الناشئة هي محرك نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي خلال أزمة الرهن العقاري في عانت الاقتصاديات المتقدمة من انكماش عميق وقد كان أداء الأسواق الناشئة كمجموعة جيد خلال الأزمة، ولكن قد هنالك فروق حادة بينها. فقد

حققت اقتصاديات آسيا نتائج الأكثر ايجابية ونجحت في تجاوز الأزمة المالية العالمية وبانخفاض متواضع نسبيا في معدلات النمو وحافظت الصين والهند على معدلات نمو قوية.

على الرغم من انتهاج سياسات اقتصادية جعلت من الروابط المالية والتجارية بين الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة أكثر ارتباطا إلا أن الاقتصاديات الناشئة لازالت عرضة لمخاطر ومعوقات نتجت عن إبتاع سياسة التحرير المالي غير مدروسة مسبقا. وفي هذا الصدد فقد أكد العديد من الباحثين والمهتمين على ضرورة فتح تدريجي لحساب رأسمال حتى تتمكن هذه الاقتصاديات من الاستفادة من المزايا التي يوفرها التحرير المالي والمساهمة في تفعيل الأسواق الناشئة.

لا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور الفعال إلا إذا توفرت مقومات الكفاءة، وفي هذا الإطار فالأسواق الناشئة قد واجهت عدة صعوبات وقد تباينت من اقتصاد آخر قللت من قدرتها على امتصاص المدخرات وببل قد أصبحت بؤرا للفساد المالي بأشكاله وللإجرام المالي ما كان سببا في شن أزمات مالية عنيفة على هذه الدول ورصدت هشاشة مصرفية لتلك الدول. إن تفعيل الأسواق المالية اليوم هو رهينة إدارة الحكم الراشد على المستوى المحلي وحتى الدولي يلعب دورا في تنمية الممارسات والقواعد التي تضمن تحقيق النمو واستمراره مما يكون له الدور الايجابي في تفعيل الأسواق.

إن مفهوم الكفاءة للأسواق الناشئة يظل مفهوما مطلقا لأنه قد يتعذر عليها تحقيق مستوى الكفاءة وذلك نظرا لوجود بعض الإشكاليات المطروحة، فقد شكلت الأزمات المالية ظاهرة مصاحبة للاقتصاديات الناشئة بل قد كانت آثارها حادة هددت الاستقرار السياسي والاقتصادي ولقد عكف الباحثون في الدراسة والتحليل بحثا عن الأسباب المفسرة لنشوء هذه الأزمات للدول التي اتخذت من التحرير المالي سبيلا لتحقيق التنمية الاقتصادية، وقد خلص البعض أن للعولمة المالية وترابط الأسواق مظهر آخر للأزمات وهي العدوى المالية بانتقالها عبر قنوات سواء كانت مالية أو تجارية من الدول المتقدمة نحو الدول الناشئة.

والجزائر كباقي الدول وبخاصة في ظل الأوضاع الراهنة قد كانت من دعاة الاستثمار الأجنبي الذي ظل لفترة زمنية متواضعا مقارنة مع دول أخرى من المغرب العربي كتونس والمغرب رغم تبنيها لقانون استثماري محفز، فالوضع الراهن يرمي بثقله على متخذي القرار اليوم بالبحث عن مصادر أخرى للتمويل.

إن المتتبع للشأن الاقتصادي الجزائري قد يتساءل لماذا السوق المالية الجزائرية تسهم في التمويل بشكل ضعيف جدا ؟

إشكالية البحث

تعد الأسواق المالية عموما والأسواق الناشئة على وجه التحديد قادرة على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية واستمرارها، والجزائر في السعي دوما لتحقيق التنمية المستدامة ولكن الواقع الاقتصادي والمالي يفرض تحديات ورهانات للسوق المالية في بلوغ الأهداف المسطرة في ظل الجهود الرامية لتطوير وتنشيط السوق لجعلها أكثر فعالية ومساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني.

وبالرغم من توفر مقومات إنشاء الأسواق المالية الناشئة كالتى تتوفر عليها تلك المتقدمة وقيامها بإصلاحات جوهرية مست الميدان الاقتصادي والمالي على السواء والانفتاح المالي تبرز لنا إشكالية البحث الذي نحاول من خلاله رصد الجوانب الفكرية والعملية المرتبطة به، وعلى إثر ذلك يمكننا صياغة الإشكالية على النحو الآتي:

هل استفادت الاقتصاديات الناشئة من مزايا التحرير المالي في تفعيل أسواقها المالية؟ وهل السوق المالية الجزائرية قادرة بدورها على المساهمة بصورة ناجعة في تمويل الاقتصاد الوطني؟

ولإحاطة بجوانب الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي الأسس النظرية للفكر الرأسمالي في الاقتصاديات الناشئة؟
- ما هي الأعباء الاقتصادية والاجتماعية التي تنجم عن سياسة التحرير المالي؟
- هل لإدارة الحكم الراشد والعدوى المالية أثر على النمو الاقتصادي ؟ وهل يتباين هذا الأثر من اقتصاد لآخر؟
- ما هو واقع السوق المالي الجزائري وما هي المعوقات الاقتصادية وغير الاقتصادية التي من شأنها الحد من فعالية السوق؟
- كيف يمكن تطوير السوق لبلوغ الأهداف المنشودة؟

فرضيات البحث

في إطار هذا السياق يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات لاختبارها وللإجابة عن الإشكالية ونوجزها في الآتي:

- إن الترابط المالي والتجاري بين الاقتصاديات المتقدمة والناشئة أدى إلى تكامل مالي بينها مما أدى إلى تفعيل الأسواق؛

- أدى التحرير المالي إلى تحسين جودة المؤسسات وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي وما يترتب عليه تفعيل الأسواق في الاقتصاديات الناشئة قيد الدراسة؛
- أدلى الواقع بأن الأسواق الناشئة موضوع الدراسة قد أصبحت أكثر صمودا للصدمات المالية المتأتية من الأسواق المتقدمة؛
- تسهم التشريعات واللوائح التنظيمية للسوق المالي الجزائري في إنشاء سوق فعالة؛
- يعود تخلف أداء السوق المالي الجزائري إلى حادثة نشأتها مما يتطلب استكمال أطرها القانونية ونشر الوعي الاستثماري وسط الأفراد؛
- يتطلب تطوير السوق إلى خطة عمل متناسقة وشاملة وحشد جهود الطبقات السياسية لتجاوز المعوقات الاقتصادية وغير الاقتصادية.

سبب اختيار الموضوع

من بين الأسباب التي دفعت بنا إلى اختيار موضوع الدراسة هو اهتمامنا البالغ بالأسواق الناشئة لاكتسابها أهمية في الاقتصاد العالمي لا وبل أصبحت هي محرك النمو، ويمكن إيجاز الأسباب في النقاط التالية:

- محاولة لعرض الأسس النظرية والفلسفية للفكر الرأسمالي والعوامل الدافعة إلى تغلغل هذا الفكر في الاقتصاديات الناشئة؛
- البحث في إشكاليات تفعيل الأسواق الناشئة واختبارها باستخدام طرق إحصائية قياسية متقدمة وهذا بطبيعة الحال يكون له الأثر البالغ في تعميق المعرفة للباحث والقدرة على التحليل للخروج بأهم التوصيات والنتائج؛
- رغم أن الأسواق المالية الناشئة تسهم بشكل فعال في النمو العالمي ولكن بشكل متفاوت بينها إلا أن النظام الحالي يحتاج بدوره إلى إصلاحات جذرية لبعث نمو مستدام؛
- التعرف على مختلف الأساليب الإحصائية وانتقاء أفضلها بما يلاءم الدراسة التطبيقية؛
- تعتبر الجزائر من الدول السائرة في طريق النمو على أمل أن تصبح من الدول الناشئة لذا فالسوق المالية لازالت جنينية وتفتقر إلى التقاليد الاستثمارية الرشيدة؛
- الكشف عن برنامج إصلاحي للسوق بما يتماشى والأوضاع الراهنة.

أهداف الدراسة

إن دواعي اختيار هذا الموضوع لتحقيق جملة من الأهداف نلخصها فيما يلي:

- تحديد إشكاليات تفعيل الأسواق الناشئة واستخلاص الفروق الموجودة بين الدول محل الدراسة؛
- بلورت دراسات قياسية لأجل معرفة أوجه القصور في أداء الأسواق الناشئة والمتقدمة على حد سواء؛
- الرغبة في تقديم إسهامات جديدة إلى مجموع الدراسات السابقة التي عالجت الموضوع؛
- إثراء الرصيد المعرفي للباحث واعتمادها كمرجع علمي للباحثين المستقبليين؛
- محاولة البحث في التشريعات والتنظيمات لأجل إنشاء سوق بمعناها الحقيقي بطرح يتجاوز كل المعوقات لأداء السوق؛
- إن تفعيل السوق المالية الجزائرية يتطلب فضلا عن الأطر القانونية توفير مناخ استثماري للأعمال محفز.

منهج الدراسة

إن طرح الإشكالية أضفت منهجية خاصة لمعالجة الجوانب المختلفة لها، وفي هذا الصدد فقد ارتأينا إلى إتباع المنهج الوصفي التحليلي لتوضيح مختلف الجوانب النظرية للموضوع. كما قد تم الاعتماد على الأسلوب الإحصائي القياسي باستخدام ثلاثة أساليب إحصائية مختلفة: Panel Data Analysis و GARCH و VAR التي أسقطت على مجموعة متباينة من الدول المتقدمة والناشئة.

الدراسات السابقة

ونحن بصدد إعدادنا لهذا الموضوع فقد تم الاطلاع على بعض الرسائل والدراسات التجريبية ويمكن تناولها بشيء من الاختصار ليس على سبيل الحصر ولكن لتعدها وتنوعها وهي كالاتي:

أ-دراسة رشيد بوكساني (2006) بعنوان: -معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها- وهي عبارة عن رسالة دكتوراه تناول فيها الباحث دراسة المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية فعالة وأوجه القصور فيها وكيفية تطوير هذه الأسواق لتصبح أكثر ارتباطا. ولغرض التعمق فقد قام بتقديم عرضا وافيا محيطا بمختلف جوانب الإشكالية وقد اعتمد على تقديم نظري مبرز في الملامح الأساسية النظرية والفنية للأسواق المالية وإلى مفهوم كفاءة الأسواق.

وقد حاول أيضا تحليل تطور أداء الأسواق العربية خلال الفترة 1999-2003 وإلى أهم المعوقات التي تعترض تطوير الأسواق المالية العربية عموما والسوق المالية الجزائرية خصوصا. وقد خلص في بحثه إلى أن تطوير أسواق المال العربية اتخذت أبعادا مختلفة منها المتعلقة بالسوق نفسها وأخرى مرتبطة بمحيط أدائها كالأطر التشريعية والاقتصادية والسياسية والثقافية والدينية التي حالت دون الترابط بين هذه الأسواق.

ب-دراسة الجودي صاطوري (2006) بعنوان: -أثر كفاءة سوق رأسمال على الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر- رسالة دكتوراه، وحاول الباحث الكشف عن مدى تأثير كفاءة السوق على الاستثمار في الأوراق المالية ومتطلبات تحقيق الكفاءة معتبرا الجزائر دراسة حالة. وكغيره من الباحثين فقد تطرق إلى الأسس النظرية بوصف هيكل وتنظيم السوق المالية وكل الجوانب المتعلقة به من تسيير المحافظ وغيرها. كما قدم شرحا مفصلا عن تقييم الأوراق المالية وأقر كفاءة الأسواق على الاستثمار في الأوراق المالية وتخصيص الاستثمارات.

وفي دراسته التطبيقية فقد تناول واقع ومتطلبات تحقيق الكفاءة للسوق الجزائرية الذي يستدعي مراجعة لمختلف الجوانب كانت منها القانونية والسياسية والثقافية والاقتصادية. وفي نفس السياق دراسة محمد براق (1999) بعنوان: -بورصة الجزائر ودورها في تحقيق التنمية دراسة حالة الجزائر- وكانت الدراسة شبيهة مع سابقتها إلا أنها تعد من أهم الدراسات الأكاديمية التي تناولت موضوع بورصة الجزائر وهي في مرحلتها التكوينية مبرزا واقع التنمية وبورصة الجزائر.

ج-دراسة Duc Khuong Nguyen (2008): -Libéralisation financière et marchés émergents- ومن خلال رسالته قد حاول الباحث توضيح أثر التحرير المالي على تقييم أداء الأسواق المالية الناشئة، واعتبرت دراسته من الدراسات التي شملت جوانب مختلفة من الدراسات التطبيقية والغنية من حيث الطرق الإحصائية المتعددة. وقد توصل الباحث في الأخير إلى أن الأسواق موضوع الدراسة غير فعالة بعد التحرير المالي وأرجع ذلك إلى الدور الذي يلعبه الاستثمار الأجنبي في زيادة التقلبات في الأسعار وإلى أثر العدوى المالية الناتجة عن انتقال الصدمات عبر قنوات مالية وتجارية من الاقتصاديات المتقدمة نحو الاقتصاديات الناشئة.

د-دراسة حاسين ابن عمر (2013) بعنوان: -فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية- وحاول الباحث من خلالها دراسة كفاءة الأسواق المالية النامية ومتطلبات تحقيقها. وكغيره من الباحثين استوقف عند الجوانب النظرية للأسواق المالية وشرحا مفصلا لكفاءة الأسواق أما دراسته

التطبيقية فشملت عينة من الدول النامية وخلص في الأخير إلى عشوائية حركة الأسعار مستنتجا بذلك كفاءة الأسواق محل الدراسة.

هيكل الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الموضوع ورغبة منا في تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانب الإشكالية، فقد تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول متكاملة وهي على النحو الآتي:

• الفصل الأول: الفكر الرأسمالي والاقتصاديات الناشئة

وقد شمل هذا الفصل أربعة مباحث حيث تم التطرق بشيء من التفصيل إلى الجوانب الفلسفية للفكر الرأسمالي وتغلغل هذا الفكر إلى الاقتصاديات الناشئة بتقديم مختلف العوامل التي ساعدت في ذلك. ولا يخلو أي بحث الذي تناول هذا الموضوع إلى التطرق إلى ماهية الاقتصاديات الناشئة وخصائصها، وفي الأخير حاولنا تقديم عرض مختصر للمزايا المحققة من جراء التحرير المالي للاقتصاديات الناشئة بعرض مختلف لجميع الدراسات ونتائجها التي تناولت آثار التحرير المالي.

• الفصل الثاني: الأزمات المالية في الاقتصاديات الناشئة

وهو يسرد حقيقة التحرير المالي الذي أثقل كاهل هذه الاقتصاديات التي تحملت من جراءه تكاليف باهظة كانت منها اقتصادية أو اجتماعية ألا وهي الأزمات ولغرض فقد تم تقسيم هذا الفصل كذلك إلى أربعة مباحث بدءا بالتطرق إلى مفهوم الأزمات وأنواعها وأسبابها ثم يلي ذلك عرض لمختلف الأزمات التي شهدتها القرن الماضي والحاضر التي مست على السواء الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حد السواء. وبطبيعة الحال فقد تناولنا بشرح لمختلف النماذج والأجيال للأزمات التي كانت موضوع اهتمام بالغ من قبل الباحثين والاقتصاديين للخروج منها واقتراح وسائل العلاج.

وأخيرا فقد حاولنا البحث في أسباب أخرى غير النماذج التي كان لها شأن واضح في نشوء الأزمات أو على نحو آخر فهي تعكس لنا حقيقة العولمة وأثرها على الاقتصاديات الناشئة.

• الفصل الثالث: إشكالية تفعيل الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة

ويعتبر هذا الفصل إجابة عن الإشكالية المطروحة سلفا وقد حاولنا بقدر المستطاع استخدام الطرق الإحصائية لاختبار الفرضيات المقترحة وعلى إثر ذلك فقد قمنا بتقسيمه إلى أربعة مباحث فارتأينا إلى البحث في أثر جودة المؤسسات أو بمعنى آخر إدارة الحكم الراشد على النمو الاقتصادي مما

يحفز على تفعيل الأسواق الناشئة وقد منيت الدراسة بدراسة تطبيقية على مجموع الاقتصاديات الناشئة للفترة 2002-2011 للتأكيد على النتائج النظرية المتوصل إليها. ولاحقا فقد كان اهتمامنا منصبا على دراسة أثر العدوى المالية على الاقتصاديات الناشئة وتوقفنا عند دراسة قياسية على مجموعة كذلك من الاقتصاديات ما بين متقدمة وناشئة للفترة 2000-2015 حيث تم التأكيد من خلالها النتائج على الارتباط الموجود بين هاتين المجموعتين.

• الفصل الرابع: عرض الإصلاحات الاقتصادية وتطور السوق المالي بالجزائر

ويعد هذا الفصل البحث في الشأن الاقتصادي الجزائري الذي عرف تطورات هامة منذ الاستقلال إلى يومنا الحالي. وباعتبار الكم الهائل من المعلومات فقد حاولنا تقديم عرض مختصر وشامل، في نفس الوقت، لأكثرها تأثيرا في الاقتصاد والوقوف على نتائجها على الاقتصاد وبذلك فقد جزأ هذا الفصل أيضا إلى أربعة مباحث تناولت جوانب مختلفة في الاقتصاد. فقد تطرقنا إلى حيثيات ومقومات الإصلاح في الجزائر بعدها تناولنا إلى مضمون هذه الإصلاحات الاقتصادية ويليها فيما بعد الإصلاحات التي مست المنظومة المصرفية، وأخيرا تحليل ودراسة واقع السوق المالي بالجزائر باستخلاص مختلف العوائق الاقتصادية كانت أو غيرها مع الوقوف عند ضرورة تبني برنامج إصلاحي.

الفصل الأول: الفكر الرأسمالي والاقتصاديات الناشئة

مقدمة الفصل

في أحدث موجة للتحرير المالي الذي صاحبت عقد الثمانينات إلى يومنا هذا جراء ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال بين البلدان الصناعية والناشئة، شهدت بعضا منها انهيارا في معدلات النمو وأزمات مالية حادة. خلال نفس الفترة تزامن مع وجود هذه الأزمات أعباء اقتصادية واجتماعية أثقلت كاهل البلدان هذا ما أثار نقاشا حول آثار التحرير المالي على الاقتصاديات.

نهدف من خلال هذا الفصل إلى تقييم النتائج التجريبية لآثار العولمة المالية على الاقتصاديات الناشئة، وهي تركز على ثلاث نقاط جوهرية:

- العولمة المالية تحفز النمو الاقتصادي في البلدان الناشئة؛
- ما تأثيرها على الوضعية الاقتصادية الكلية؛
- ما المكاسب التي يبدو أن البلدان الناشئة قد استفادت منها جراء التحرير المالي.

إن الاستنتاجات التي انبثقت من تحليل واقعي، لعل أهمها أن الحقائق تشير أنه من الصعب إقامة علاقة سببية قوية بين درجة التحرير المالي والنمو الاقتصادي بالرغم من تحقيق جزء من المكاسب. بالنظر إلى الغرض الأساسي هو تقديم لبعض الدراسات وليس استنتاج العواقب التي لحقت بالحكومات، لكن التحليل لا يعفي بعض المبادئ العامة كيف يمكن تعظيم فوائد العولمة المالية والسيطرة عليها وبتحسين جودة المؤسسات المالية.

إن استعراض هذه الدراسات لا يقدم أي مسار معين للبلدان التي اتخذت طريقا نحو التحرير المالي ولقدراتها على استيعاب الاستثمار الأجنبي المباشر.

يتضمن هذا الفصل أربعة مباحث نحاول فيها تقديم عرض مختصر للمفاهيم ومناقشة آثار العولمة المالية على الاقتصاديات الناشئة على النحو الآتي:

- المبحث الأول: الجوانب النظرية للفلسفة الاقتصادية الرأسمالية.
- المبحث الثاني: مكانة الاقتصاديات الناشئة في الفكر الرأسمالي.
- المبحث الثالث: خصائص وتطور الاقتصاديات الناشئة.
- المبحث الرابع: أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي.

المبحث الأول: الجوانب النظرية للفلسفة الاقتصادية الرأسمالية

تعود الدراسة النظرية للفلسفة الاقتصادية الرأسمالية إلى موضوع التاريخ الاقتصادي الذي يهتم بدراسة النشاطات الاقتصادية الذي يعني الحياة الاقتصادية أو تاريخ الوقائع الاقتصادية حسب تعبير مؤرخي الاقتصاد الفرنسيين، أو بتاريخ الخبرات والتجارب الاقتصادية حسب تعبير¹ J.Schumpter أو تاريخ تعاقب النظم الاقتصادية ومفهوم الرأسمالية.

تعتبر المذاهب الاقتصادية عن مجموعة من النظريات والأفكار التي تبنتها المدارس الاقتصادية المختلفة². إذ من أولى المدارس المدرسة الطبيعية إلى أن تبلورت المدرسة الكينزية، أما الاتجاه الاقتصادي الحالي أو ما يدعى بالتدفق الرئيسي للأفكار الاقتصادية فهو اصطلاح يستخدم لوصف الأطروحات السائدة حالياً ويضم المدارس الأخرى: المدرسة النمساوية، مدرسة شيكاغو القديمة والحديثة وغيرهم.

أولاً: الرأسمالية الكلاسيكية

نضع هذه المقدمات في دراسة وتتبع الفكر الرأسمالي بدراسة تاريخ المذاهب الاقتصادية على اختلاف مراحلها التاريخية لأنها تؤسس أرضية هامة في تجديد الاقتصاد.

1- المذهب الطبيعي

نشأ هذا المذهب في فرنسا وركز رواده على حرية الصناعة والتجارة وبأن الأرض هي المصدر في الثروة كلها، وانشغل François Quesney³ بنظرية اقتصادية تركز بالأساس على فكرة القانون الطبيعي،

¹ J.Schumpter (1883-1950): وهو اقتصادي نمساوي عرف بنظرياته حول الابتكار والتقلبات الاقتصادية وهو مؤلف كتاب بعنوان تاريخ التحليل الاقتصادي نشر عام 1954 ، ومرجعته في التحليل لا تقرب لا للكينزية ولا للكلاسيكية الجديدة وفي أغلب الأحوال فهو ينتمي للمدرسة النمساوية للاقتصاد.

² عرف G.Stigler المدرسة الاقتصادية بأنها مجموعة من المفكرين يبدون اتفاقاً بدرجة عالية حول مجموعة وجهات نظر مقارنة بما يظهره العالم بأسره.

³ كان طبيباً باروا وانشغل بالاقتصاد وفكرة النظام الطبيعي خلفها النظام الكنيسي استخدم الفيزيوقراطية عنواناً لكتاب ألفه وأصدره عام 1761 ومن أبرز رواد هذه المدرسة: J.Bodin, A.Serra, J.Childn, w.Temple, Ortiz

وتتطلب من معرفة العلاقة بين الإنسان والطبيعة وأصبح البحث ينصب على تفسير النتائج والأسباب التي تتعلق بشأن تنظيم المجتمع لاسيما من ناحية توزيع الثروة بطريقة عادلة، إلا أن الجامع المشترك بينهم حول حرية العمل التي يعبر عنها بشعارهم المعروف " **دعه يعمل دعه يمر** " فالطبيعة كفيلة بالتوازن⁴. يؤكد المذهب الطبيعي على الزراعة ويعتبرها القطاع الأساسي المنتج في الاقتصاد، وانطلاقا من أفكار W.Petty⁵ بصدد الثروة والأرض كأساس للثروة ولذلك هاجم دعاة المذهب الطبيعي القيود التجارية باعتبارها تحد من تحقيق زيادة الطلب على المنتجات الزراعية ودعوا إلى حرية التجارة وعدم فرض قيود على الاستيراد من العالم الخارجي.

ويعتقد مفكرو المدرسة الطبيعية بوجود قوانين طبيعية تحكم المجتمع الإنساني وإلى افتراض وجود تقاوت في الثروة، وبهذا فقد توصلوا إلى جملة من المبادئ⁶:

- مبدأ الحرية الفردية؛
- مبدأ المنفعة الشخصية؛
- مبدأ المنافسة.

ما يعني تأكيد هذه المدرسة على ضرورة بقاء النشاط الاقتصادي حرا وبعيدا عن تدخل الدولة.

2-المدرسة الكلاسيكية الجديدة

ظهرت المدرسة الكلاسيكية، مما كان سائدا في القرن 17 خاصة أفكار الطبيعيين إضافة إلى التطورات المنهجية في البحث العلمي التي تمثلت في إحلال النظرة العلمية بدلا عن النظرة الدينية⁷ ، بالفكر

⁴ سوزي عدلي ناشد (2009)، الاقتصاد السياسي النظريات الاقتصادية، منشوري الحلبي الحقوقية، ص 141.

⁵ W.Petty (1623-1687): كان عالما طبيا وفيلسوبا واقتصاديا وعضوا في البرلمان البريطاني، وقد عرف أساسا بمؤلفه الذي أرسى أسس الاقتصاد السياسي والديموغرافيا في شكل اقتصاد قياسي، والذي اقترح استخدامه في الإدارة العامة وهو من دعا إلى فلسفة دعه يعمل في الإدارة العامة.

⁶ عبد الرحمن يسري (2001)، تطور الفكر الاقتصادي، الدار الجامعية، ص 158.

⁷ مصطفى موفق (1991)، المسائل الاقتصادية المعاصرة، ديوان المطبوعات الجامعية، ص 281.

الحديث في العادة بالاقتصادي الاسكتلندي آدم سميث⁸ (1790-1732) وظهرت أفكاره في كتابه الوحيد الذي صدر عام 1776 بعنوان "ثروة الأمم"⁹ وتبعه فيما بعد David Ricardo¹⁰.

إن أهم ما قدمه آدم سميث هو تحليله المنسق لسلوك الأفراد ومراعاتهم لمصالحهم الخاصة في ظل المنافسة. وقد بين أن الاقتصاد يكون في أوج نشاطه مع عدم تدخل الدولة، وبحسبه رأيه، أن السوق تعمل حسب رغبات وقرارات الأفراد وأن الحرية في السوق هي حرية الاختيار، قدرة المنتج على اختيار السلعة التي ينتجها، وقدرة العمال على اختيار أرباب الأعمال وقدرة المستهلك على اختيار السلع والخدمات للشراء إذا فالعلاقات في هذه الأسواق هي علاقات تطوعية.

تقدم النظرية الاقتصادية فكرة "الرجل الاقتصادي" وهي أن الإنسان يسعى لتحقيق أكبر منفعة وذلك بالكسب المادي. كما استخدم في مراحل لاحقة فكرة "اليد الخفية" لشرح كيف أن المشكلات الاقتصادية تحل مثل البطالة والتضخم والعجز في ميزان المدفوعات من خلال آليات السوق.

أما النظريات التي أطلقتها هذه المدرسة:

- نظرية الإنتاج المستندة إلى نظرية العمل في القيمة؛
- توزيع الدخل القومي بين الطبقات الاجتماعية؛
- نظرية التجارة الخارجية.

3-التنظير الماركسي

استخدم ماركس¹¹ طريقة هيغل المنسقة في المنطق في كتابه رأس المال وارتبطت بأعماله أغلب الانتقادات التي وجهت إلى اقتصاديات السوق، وعلى الرغم من أعمال ماركس لم يعتد بها من قبل منظري اقتصاديات السوق فإن بعض أفكاره وجدت لها مكانا في اقتصاد العمل وفي الاقتصاد السياسي.

⁸ آدم سميث (1790-1723): كان فيلسوفا واقتصاديا بريطانيا ويعتبر أول من قام بدراسة الاقتصاد السياسي الحديث وأصدر مؤلفه الذي بعنوان ثروة الأمم.

⁹ أول كتاب يدرس علم الاقتصاد ويستمد أفكاره من الطبيعة الإنسانية بشكل عام من الافتراضات الرأسمالية والعقلانية. وكان له إسهامه المؤثر حول الدور المرغوب للحكومات في المجتمعات المدنية. إن تدفق هذه الأفكار الحديثة شهد ولادة الاقتصاد السياسي في بريطانيا و.م.أ. وظهور الاقتصادية الجزئية بفضل T.R. Mathus و J.B. Say.

¹⁰ رجل الأعمال والسياسي البريطاني البارز من بين أهم رواد الفكر الاقتصادي الحديث وتحديدًا المدرسة التقليدية التي ضمت بعد ذلك J.S. Mille و G.Stigler.

¹¹ كارل ماركس (1883-1818): وهو مؤرخ وصحفي وفيلسوف اقتصادي ومنظر للحركات التحريرية للعمال، وقد كان عضوا في الجمعية العالمية للعمال وعرفت جميع أعماله بالماركسية.

ومن أهم النظريات التي كونت البناء الفكري للماركسية فائض القيمة وتوزيع الدخل القومي والنقد ونظرية التطور الرأسمالي¹².

وتعد الماركسية التقليدية من بين أهم المدارس في العلاقات المفسرة لبعض الظواهر الدولية كالرأسمالية والصراع الدولي من الناحية الاقتصادية ومن بين أهم مناصريها نجد¹³ John، Frederick Engles،¹⁴ Hosbon،¹⁵ Rosa Luxembour و¹⁶ Vladimir Lénine.

يستمد التحليل الماركسي قوانينه من الدراسة العلمية الملموسة للواقع الاقتصادي والاجتماعي والفكري، وأفكاره ليست مجرد نظرية معرفية وإنما تتضمن موقفا موضوعيا لتغيير الواقع ويتخلص الإنسان من استغلال أخيه الإنسان.

إن دراسته للاقتصاد السياسي ومشاركته في الأحداث الثورية في فرنسا وبريطانيا اكتشف الدور التاريخي للعمال الصناعيين، وتوصل إلى نتيجة أن الثورة الاجتماعية تتطلب ضرورة توحيد حركة الطبقة العاملة. ومن خلال تحليلاته للنظام الرأسمالي الذي تحولت فيه قوة العمل إلى بضاعة تمكن من نظريته الشهيرة فائض القيمة التي تكشف بوضوح الاستغلال الرأسمالي¹⁷.

كما عالج مشكلة التبادل غير متكافئ واعتبر في تفسيره للتجارة الدولية من الناحية التاريخية كمظهر من مظاهر التناقض بين قوة الإنتاج وعلاقاته، وأن مذهب الحرية الاقتصادية والملكية الخاصة يعدان من الأسباب المهمة في تردي الأوضاع المعيشية للطبقة المحرومة من وسائل الإنتاج وأن عملية الإنتاج، حسب ماركس، التي هي الأساس الذي يحدد حجم وهيكل التجارة الدولية. وانطلاقا من التحليلات الماركسية تطورت مقاربات دراسية للمجتمع الدولي والعلاقات الدولية من خلال مفهومي الامبريالية والتبعية، حيث تركزت نظريات الامبريالية والتبعية على العامل الاقتصادي والاجتماعي معتبرة أنه الأساس وأنه يساعد في توضيح مصالح مختلفة لا يمكن تفسيرها من خلال العامل السياسي الاستراتيجي.

¹² J.M. Daniel (2010), **Histoire Vivante de la Pensée Economique**, Pearson Education, France, pp 139-140.

¹³ Frederick Engles (1820-1895): وهو اقتصادي وفيلسوف ومنظر ألماني، وقد كان الصديق المقرب لماركس وقد قام بعد موته بإتمام منشوراته رأسمال الثاني والثالث.

¹⁴ John Hosbon (1858-1940): كان صحفيا واقتصاديا بريطانيا وقد عرف خاصة بانتقاداته للامبريالية البريطانية في مؤلفه **Imperialism A Study** عام 1902.

¹⁵ Rosa Luxembour (1870-1919): ولدت ببولونيا الروسية وتحصلت على الجنسية الألمانية لأجل متابعة حركاتها التحريرية الاشتراكية في ألمانيا، وقد عارضت بشدة الحرب العالمية الأولى وأفكارها مستمدة من اتجاهات اليسار الشيوعي وخلقت تيارا يعرف باللكسمبورغية.

¹⁶ Vladimir Lénine (1870-1924): وهو أكثرهم تأثيرا وقد عرف ببطولاته في الدفاع عن حقوق الطبقات العاملة وانتقاداته للديكتاتوريات لأنها بحسبه هي المسؤولة عن الحروب وهضم حقوق العاملين، كما اعتبر مؤسس الاتحاد السوفيتي متبنا الفكر الماركسي أليليني.

¹⁷ مصطفى موفق، مرجع سبق ذكره، ص 321.

وهناك عدة أسباب من عدم وجود نظرية ماركسية وإنما هي محاولات تنظيرية للعلاقات الدولية يمكن حصرها فيما يلي¹⁸:

- تركيز الاهتمام على النية الداخلية للمجتمع الواحد اعتقاداً منهم بأن التحولات الأساسية تبدأ من التناقضات الداخلية للمجتمع؛
- لا يفصل الماركسيون بين الداخلية والخارجية للمجتمع الواحد؛
- يعتبر العامل الاقتصادي محور الاهتمام وتفسير الماركسيين للظواهر؛
- عدم إلمامهم بكل الظواهر الدولية واقتصرهم على تفسير ظاهرتي الامبريالية والصراع الطبقي وجعلهما كمتغيرتين أساسيتين في تحليلهم من خلال اعتبار الطبقة كفاعل والامبريالية كقوة محفزة؛
- رغم أن العلاقات الدولية هي علاقات بين دول فإن الماركسيين ينكرون دور الدولة بل يذهبون إلى دعوتهم بضرورة زوال الدولة معتبرين أن الصراع ليس صراعاً دولياً.

ويرى أنه صراع طبقي بين الطبقة البورجوازية وطبقة البروليتاريا¹⁹، وهو صراع اقتصادي إيديولوجي بين الرأسمالية والاشتراكية، وهو صراع اقتصادي لأنه يدور حول أسلوبين إنتاجيين مختلفين بشأن ملكية وسائل الإنتاج.

¹⁸ عبد الناصر جندلي (2007)، التنظير في العلاقات الدولية بين الاتجاهات التفسيرية والنظرية التكوينية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، ص 191.

¹⁹ البروليتاريا من اللاتينية *proletarius* هو مصطلح ظهر في القرن التاسع عشر ضمن كتاب بيان الحزب الشيوعي لكارل ماركس وفريدريك أنجلز يشير فيه إلى الطبقة التي ستتولد بعد تحول اقتصاد العالم من اقتصاد تنافسي إلى اقتصاد احتكاري، ويقصد كارل ماركس بالبروليتاريا الطبقة التي لا تملك أي وسائل إنتاج وتعيش من بيع مجهودها العضلي أو الفكري، ويرى ماركس أن الصراع التنافسي في ظل الرأسمالية، سيتولد عنه سقوط للعديد من الشركات واندماج شركات أخرى، حيث أنها في النهاية تتحول إلى شركات كوسموبوليتية أي لا قومية وتصبح شركات احتكارية ويصبح نضال شعوب الأرض موحداً لعدو واحد وتسمى هذه الطبقة الناشئة عن الاحتكارات العالمية بطبقة البروليتاريا، وهي تتبع عملها الفكري والثقافي والعضلي ولا تملك أي وسائل إنتاج، ويعتبر ماركس البروليتاريا هي الطبقة التي ستحرر المجتمع وتبني الاشتراكية بشكل أممي.

مما سبق، فالإقتصاد ليس كونه مذهباً أو نظرية وإنما كونه يرتبط بقوانين ونظاماً لإنتاج الثروة المادية وتوزيعها على الطبقات والفئات الاجتماعية المختلفة.

ثانياً: توجهات جديدة للرأسمالية

يشير معظم الباحثين إلى أن الرأسمالية من حيث وجودها النظري والفلسفي تشهد تباينات واختلافات شديدة الرؤى. في الواقع، تبدو الرأسمالية تتشكل من عدة جهات ولكن خطابها التقليدي والمعاصر هو الاهتمام المفرط بمبدأ الحرية التي يتطلع إليها الفرد.

1- المدرسة الحديثة

ظهرت عند سبعينيات القرن التاسع عشر بمساهمة كلا من الانجليزي W.S. Javons²⁰ والنمساوي Karl Menger²¹ والفرنسي L.Walras²² ، وتنتمي إلى ما أطلق عليه تسمية بالإقتصاد التقليدي المحدث.

تركز هذه المدرسة في تحليلاتها على فكرة أن المنفعة التي يحصل عليها من جراء استهلاك وحدات متتابعة من منفعة أو خدمة تتناقص تدريجياً، وأن الوحدة الأخيرة من السلعة أو الخدمة تحدد المنفعة الكلية ويرتبط مفهوم المنفعة بمفهوم الندرة²³.

وتطور الفكر أكثر من خلال مساهمات²⁴ Alfred Marchell²⁴, V. Bohem²⁶, F.V.Wieser²⁵ وقد نشأ هذا الفكر من تطور النظام الرأسمالي وتبلور قوى اجتماعية، الطبقة العاملة، التي تمثل نقيض المجتمع

²⁰ S.Javons (1882-1935): وكان إقتصادياً بريطانياً وأستاذاً جامعياً بلندن وهو أول من استخدم المنهج الرياضي في التحليل، وقد مالت نظريته في المعرفة اللإرادية.

²¹ Karl Menger (1840-1921): انتقد المدرسة التقليدية الماركسية لقيمة العمل عام 1870 وتبنى أفكار قيمة المنفعة وهو يعتبر من مؤسسي المدرسة النمساوية.

²² L.Walras (1834-1910): وهو ابن الإقتصادي الفرنسي August Walras عرف بأنه من أهم مؤسسي المدرسة الحديثة، وقد كان متأثراً بالحركات التحريرية وقد تم استدعاؤه من قبل الحكومة السويسرية للتدريس في الأكاديمية بلوزان 1870.

²³ محمد دويدار (1993)، مبادئ الإقتصاد السياسي الجزء الأول، منشورات كلية الحقوق، الإسكندرية، ص 180.

²⁴ Alfred Marchell (1843-1924): كان واحداً من أهم الإقتصاديين المتأثرين في عصره وقد أصدر مؤلفه مبادئ الإقتصاد عام 1890 وقد جلب أفكاراً حول الطلب والعرض والمنفعة الحديثة وتكاليف الإنتاج.

الرأسمالي وتطور تنظيمها الرقابي والاعتقاد ببرامج تنادي بالثورة الاجتماعية كهدف نهائي وكأساس نظري لنشاطهم النقابي والسياسي معتمدين في ذلك على النظرية الماركسية خاصة نظرية القيمة في العمل.

هكذا إذن، وجد التنظير دوره في التنمية إلى دور الحكومة وضرورته على الأقل لأجل توفير الشروط التي يمكن أن تحد من الاختلال في السوق التي تسهم في ظهور الأزمات التي تصاحب الاقتصاد الرأسمالي.

في ظل هذه التغييرات التاريخية كان من الصعب التمسك بالأفكار الكلاسيكية السابقة، وتمحور انشغالهم في سلوك الأفراد ساعيين في مجال النشاط الاقتصادي إلى تحقيق أقصى استمتاع، على حد تعبير Javons، وهم يعرفون بالحاجات التي يتم إشباعها. وعلى حد تعبير Walras بالأشياء المادية وغير المادية التي تكون الثروة التي تعرف الندرة التي تتضمن المنفعة وهي الصفة التي تنتج استمتعا وتوفر جهدا.

على ما يبدو أن الصياغات الجديدة في الفكر الكلاسيكي الجديد لم تقدم شيئا لجعل الصورة أكثر واقعية، بل على العكس ازدادت الصورة أكثر تشوها وابتعدت عن فكر الكلاسيكية القديمة لأدم سميث وريكاردو²⁷ والاكتشافات الجديدة للنظرية الحدية وما اشتملت عليه من صياغات لنظرية التوازن الدولي والتقدم التقني بهدف التوصل إلى بديل عن نظرية ريكاردو، كما حاول Javons أن يبين أن الأجور لعمل هو أثر القيمة الناتج وليس سببا لها.

أما الآلية الداخلية لنظام التوازن العام، الاقتصاد الوطني، فيعبر عنه توماس سنتش أن انتظام سوق العمل هو انتظام ذاتي يرتبط بإنتاجية العمل الحدية وتوزيع الدخل المرتبط بها. في حين يرتبط سوق رؤوس الأموال بسعر الفائدة الطبيعي الذي تحدده الإنتاجية الحدية لرأسمال. وبذلك يستخلص أن الحدية تستبعد الوقوع في صراعات اجتماعية. وبهذا التفسير نعتبر العلاقات الاقتصادية علاقات بين الأفراد والأشياء المادية وعليه يصبح الاقتصاد علم ندرة.

على صعيد الفكر الاقتصادي للنظرية الحدية في طريقة الاستقصاء وجدت نفسها عاجزة عن مواجهة مشكلات الاقتصاد القومي ومع تقاوم الكساد الكبير عام 1929

²⁵ F.V.Wieser (1851-1922): كان اقتصاديا واجتماعيا نمساويا أصبح عضوا في المدرسة النمساوية وقد تقلد عدة مناصب وعمل أستاذا في الاقتصاد بجامعة فيينا وبلغراد.

²⁶ V. Böhm (1851-1914): كان اقتصاديا نمساويا بارزا من أهم رواد المدرسة النمساوية وقد تقلد منصب وزير للمالية من 1895 إلى 1904 وكتب عدة مقالات منتقدا فيها الماركسية.

²⁷ محمد دويدار، مرجع سبق ذكره، ص 181-182.

2- كينز والرأسمالية الجديدة

أصبحت الرأسمالية مصدرا للأزمات، البطالة، الفقر وعدم التكافؤ في توزيع الدخل وأنه صار لزاما على الدولة التدخل لحل هذه المشكلات. ويصف كينز²⁸ الرأسمالية الجديدة أو ما يسميها الرأسمالية الاجتماعية لكونها طريقا ثالثا بين الرأسمالية والاشتراكية. وفي كتابه " النظرية العامة للعمالة والفائدة والنقد" الذي ألفه عام 1936، قدم فيه كينز أساسا نظريا لتدخل الدولة عبر نقد راديكالي للاقتصاد التقليدي ولفكرة التعديل الذاتي من قبل السوق.

إذ لا وجود لأية آلية في الاقتصاد الرأسمالي تضمن عفويا التشغيل الكامل، فاستمرار البطالة وتواصل الفجوات بين مستويات الدخل والثروات من الخصائص البنوية للاقتصاد الرأسمالي وهذه لا يمكن معالجتها إلا بتدخل حيوي من الدولة . فالثورة الكينزية أعادت السياسة والأهداف الاجتماعية في المقام الأول مقارنة عما هو اقتصادي²⁹.

أصبحت أفكار كينز بديلة عن النظرية الكلاسيكية التي أعطت حولا للأنظمة الرأسمالية في تجاوز أزمته الهيكلية بشرط أن يتحقق التوازن بين الادخار والاستثمار. ويفسر الأزمة بأنها نقص في الطلب ولذلك يجب العمل على رفع الطلب بشقيه الاستثماري والاستهلاكي.

قدمت هذه الأفكار المبررات الاقتصادية لزيادة القدرة الشرائية لأصحاب الدخل المنخفضة نتيجة ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك، ولم تعد الأجور المنخفضة عامل دفع اقتصادي للعملية الاقتصادية ولم ينظر إليها بمثابة تكاليف إنتاج وإنما بمثابة منافذ لتعويض النقص في الطلب الاستثماري الخاص من خلال العمل على تحفيز الاستثمار الخاص من خلال زيادة الكفاية الحدية لرأسمال بتخفيض معدل الفائدة وبالتالي تخفيض الميل والسيولة وفي ذلك زيادة الكتلة النقدية في التداول.

كما أولى كينز أهمية للسياسة المالية في زيادة الإنفاق العام لغرض زيادة التشغيل العام والاستخدام وإلى أهمية الإنفاق الحكومي في تحريض الطلب الكلي³⁰. وحسب النظرية العامة له أن الطلب هو الذي يحدد الإنتاج وليس العكس، كما اهتم بدور الدولة الاقتصادي فلا يكفي أن يكون دورها حياديا وإنما العمل على

²⁸ كان كينز (1883-1924) يعرف نفسه بكونه ليبراليا، إذ كان عضوا بالحزب الليبرالي الانجليزي في أغلب فترات حياته ولكن الليبرالية كانت تتمثل في الدفاع المستميت عن الحرية الفردية وخاصة المجال الأخلاقي والديمقراطية السياسية ولم يكن مؤمنا بمبدأ دعه يعمل في كتابه الذي أصدره 1926 بعنوان "نهاية دعه يعمل".

²⁹ D.Gille et al (2005), *Keynes et le Keynésianisme au Canada et au Québec*, Revue Sociologie et Société, Vol 37 no 2, p 158-159.

³⁰ توماس سنتش (1990)، *نقد نظريات الاقتصاد العالمي*، ترجمة عبد الإله النعيمي -الجزء الأول-مركز الأبحاث والدراسات الاشتراكية في العالم العربي الطبعة الأولى، ص 17.

تحقيق النمو الاقتصادي بخلق أنشطة استثمارية منتجة. فاستطاعت أفكار كينز وضع توازن للرأسمالية العالمية لأكثر من 20 سنة.

ثالثا: مساهمة المدرسة النمساوية في الفكر الرأسمالي

هذا ما يسمى في الاقتصاد بالمدرسة النمساوية، عندما نشر Karl Menger سنة 1871 كتابه حول الاقتصاد السياسي، أين تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر وهي تعكس العقيدة الاجتماعية للكنيسة الكاثوليكية.

تأسست هذه المدرسة على يد Karl Menger وتبعه فيما بعد³¹ Ludwing Von Mises و Friedric Von Hayek³² وذلك في إطار حركة التضامن الوطني لما تحمله من أفكار تحررية وتدعو إلى حرية الفرد، والتي توبع مجمل اقتصاديها سياسيا وغادروا فيما بعد من فينا إلى و.م.أ.

وأهم ما يميز المدرسة النمساوية عن باقي المدارس:

أ- تصور الفرد³³: غالبا ما يعمل الاقتصاديون على تصور الفرد في نظرية بسيطة³⁴ "Homoeconomics" فليديها بنية ثابتة من الاحتياجات وتبحث عن المزايا المادية التي عرضت في نماذج اقتصادية رياضية، وفي المقابل فالمدرسة النمساوية تركز على مفهوم الشخصية للفرد: فماذا يعني ذلك؟

إنهم لا يهتمون فقط بوصف الظواهر الاقتصادية وترجمتها إلى نماذج وإنما المعرفة بفهم تصرفات الفرد توافقا مع أهدافه، وهي تعد بالنسبة إليهم نقطة انطلاق لجميع القوانين والتشريعات الاقتصادية، على حد

³¹ هاجر إلى جنيف حيث عمل هناك بالمعهد العالي للدراسات الدولية ثم إلى و.م.أ عام 1940 ودرس بجامعة نيويورك بين عامي 1946-1969، وظل طوال حياته مخلصا للفكر الرأسمالي وأنشأ المدرسة النمساوية كمعارضة لأفكار كينز التي سادت خلال 1930.

³² كان اقتصاديا ومنظرا سياسيا نمساويا بريطانيا، عرف بدفاعه عن الرأسمالية القائمة على أساس السوق الحر ونقده للفكر الاشتراكي. ويعد من أهم اقتصاديي القرن الماضي وأكثر أعضاء المدرسة النمساوية تأثيرا، حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1974 مناصفة مع منافسه كونار ميردال لعملهما في مجال المال والدورة. حصل على شهادة الدكتوراه عام 1921 والتحق بين عامي 1923 و1924 بجامعة نيويورك ثم مديرا للمعهد النمساوي للتجارة بين عامي 1927 و1931، ودرس في جامعات بريطانية تحصل على الدكتوراه الفخرية من جامعة طوكيو 1964

³³ Ludwing Von Mises (1998), *Human Action – A Treatise on Economics*, Ludwing Von Mises Institut, p 11-23.

³⁴ وهي كلمة لاتينية عبارة عن تمثيل نظري لسلوك الإنسان الذي هو أساس النموذج الكلاسيكي الجديد في الاقتصاد إذ أنه يعتبر عقلانيا. أصل هذه العبارة غير مؤكد إذ نجده عند Pareto عام 1906 للتمييز بين الفعل المنطقي وغير المنطقي ولكن استخدمت هذه العبارة في فكر J.S.Milles في بداية القرن التاسع عشر.

تعبير Ludwing Von Mises، "العلم لدينا من تصرفات الفرد والفرد يعتبر... جميع المفاهيم النظرية لدينا وفق مفهوم العمل الإنساني ومهمة العلم إظهارها، تطويرها، توضيحها وتعريفها بشكل دقيق".

فالاقتصاد على هذا النحو يتضمن علم النفس، علم الاجتماع، القانون والتاريخ والفلسفة. وقد أضاف Hayek في نفس السياق "أنه لا يستطيع أن يكون اقتصاديا عظيما إذا كان خبيرا اقتصاديا فقط، ويغريني أن أضيف أن الخبير الاقتصادي أصبح مصدر إزعاج وخطرا حقا". فالقضايا الاقتصادية ليست جانبا واحدا من القضايا الاجتماعية وذلك لأن هناك تفاعلات بين المؤسسات السياسية والقانونية والاقتصادية وبذلك كونك اقتصاديا يعني كونك مواطنا.

ب-أهمية السوق³⁵ : خلافا لأتباع كينز الذين سارعوا إلى الحديث عن فشل السوق والدعوة لتنظيم الدولة، في حين يحمل أصحاب المدرسة النمساوية للسوق صورة ايجابية. فبالنسبة إليهم فالسوق بالتأكيد في حاجة لقواعد شأنه شأن الميادين الأخرى التي تعرف بتصرفات الأفراد.

إذ تعمل آليات السوق بشكل أفضل بعدم تدخل الدولة ولهذا التأييد انضمت مجموعة أخرى من الاقتصاديين إلى مدرسة Fribourg³⁶ والتي تطلق على نفسها تسمية Ordo- libéraux والتي تشمل مجموعة من مؤسسي ألمانيا الاتحادية³⁷. وقد ساهموا فيما بعد بتأسيس جمعية Mont-Pèlerin وقد حددت مواقف المدرستين بشأن السوق في تساولين أساسين:

- ما هي طبيعة النظام الاقتصادي الذي يحدد القواعد القانونية والأخلاقية لنجاحه؟
- ما هي الشروط التي يجب توافرها في الأعوان للالتقاء والعمل في السوق بنجاح؟

ج- السوق والأخلاق³⁸: يمكن أن يستمر السوق في وجود القيم والقواعد الأخلاقية التي تنمو خارج الطلب والعرض، ويجب على الأفراد فعلا امتلاك معايير أخلاقية عند دخول السوق وهي الركائز الرئيسية التي تمنع السوق من التدهور، فالعائلة والكنيسة والتقاليد لها دور في تأطير السوق. إذا فاقتصاد السوق لا يتعارض مع القيم الأخلاقية المشتركة، وعلى العكس من ذلك فهي مفترضة فالتحفظات الأخلاقية ضرورية لمجتمع مهدد باستمرار بالتدهور وقد تكون أكثر أهمية من القوانين والمبادئ الاقتصادية.

³⁵ W.Wiithrich (2010), *Economie de Crise- Une Introduction à la Finance du Futur*, Horizons et Débats, N° 34, p 3-5.

³⁶ وهو تيار فكري ليبرالي ظهر في ألمانيا منذ سنوات 1930 بمدرسة Fribourg ويعتقد مؤيدو هذا التيار أن المهمة الاقتصادية للدولة هي التحكم في الإطار القانوني الذي يضمن المنافسة الحرة والعادلة بين المؤسسات. ويعود الفضل لهذه المدرسة بولادة نظام اقتصادي اجتماعي الذي عرف باسم اقتصاد السوق الاجتماعي.

³⁷ من أمثالهم: W.Ericken, Alfred Müller Armords, W.Röpke.

³⁸ W. Wiithrich (2010), *L'école Economique Autrichienne*, Horizons et Débats, N°36, p 1-2.

1- الصراع مع المدرسة التاريخية الألمانية

يأتي الرفض الألماني للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية في المقام الأول، وكان هذا القلب لمذهب الرأسمالية التي سعت إلى حكومة ممثلة والمساواة أمام القانون والتي تعززت كثيرا بميلها الطبيعي، لم يكن مستغربا، أن صددت لرفض الاقتصاد في ألمانيا من قبل القوميين³⁹.

ولا يمكن إهمال وجود أسباب أخرى للثورة ضد الاقتصاد، هذا الفرع الجديد من المعرفة الذي يثير قضايا معرفية وفلسفية وهو أن العلماء لا يجدون إجابة مرضية وبالتالي لا يمكن دمجها في صلب نظرية المعرفة والمنهجية. واقترح الاتجاه التجريبي الذي يهيمن على الفلسفة الغربية على اعتبار أن الاقتصاد علم تجريبي كالفيزياء والبيولوجيا، وأن فكرة الانضباط في التعامل مع مشكلات كالأجور والأسعار قد يكون لها طابع مختلف عن تلك التخصصات التي تعالج مسائل عادية⁴⁰.

تنفي المدرسة التاريخية بشكل قاطع أنه قد يكون هناك صحة للنظريات الاقتصادية وهذا لا يمنع من التوصية، باسم العلم، بعض الأفكار والإجراءات التي ترمي بالضرورة إلى تغيير الظروف في المستقبل. فعلى سبيل المثال فيما يتعلق بآثار حرية التجارة والحمائية، ولم يستطع النقاد اكتشاف القياس المنطقي الخاطئ في سلسلة منطق ريكاردو⁴¹.

وهناك عامل ثانٍ قاد فريق، في القرن التاسع عشر، في الجامعات الألمانية على اعتماد رؤية قاتمة للاقتصاد السياسي البريطاني فقد كان الانشغال الرئيسي عن الثروة وعلاقتها مع الفلسفة النفعية⁴². ويظهر عقم ألمانيا في المجال الاقتصادي سببا آخر في الصراع⁴³ ففي الربعين الثاني والثالث أولى بعض الأساتذة الألمان مساهمة في النظرية الاقتصادية، صحيح أنها كانت ملحوظة خاصة مساهمة Thünen⁴⁴ الذي لم يكن يشغل منصبا للتعليم في الجامعات، ولكن تبقى كتب في تاريخ الفكر الاقتصادي لكل من:

³⁹ معارضة إطلاق الحضارة الغربية سواء كانت الفلسفة، العلوم، الأدب والمؤسسات السياسية. وأدت في نهاية المطاف إلى النازية وجذورها أساسا في الانتقادات الحادة للاقتصاد في السياسة البريطانية.

⁴⁰ W. Wiithrich (2010), *L'école Economique Autrichienne*, Horizons et Débats, N°36, p 1-2.

⁴¹ Ludwing Von Mises, op.cit, p 63.

⁴² التعريفات التي وردت في الاقتصاد السياسي على اعتبار العلوم التعامل مع الإنتاج وتوزيع الثروة. وهذا التخصص لا يشكل سوى الازدراء في أعين الألمان والذين لا يضعون أنفسهم لأجل مواصلة البحث في هكذا ميدان من المعرفة الصرفة.

⁴³ كانت الجامعات مملوكة للدوقيات التي شكلت الرايخ، وكان المدرسون وموظفو الخدمة المدنية في إطاعة اللوائح والأوامر الصادرة عن رؤسائهم البيروقراطيين عن وزارات التربية والتعليم. وهذه التبعية الكاملة وغير المشروطة وتدرّس سيادة القانون والحكومة نتج عنه صراع مع الحزب البروسي الدستوري وحزب الطلاب والتي انتهت بفوزه عام 1866.

⁴⁴ J.V.Thünen (1783-1850): كان اقتصاديا ألمانيا بارزا في القرن 19 ومن أحد أهم مالكي الأراضي، وفي أطروحته فقد طور من فكرة الاقتصاد المكاني وجغرافيا الاقتصاد وربط ذلك مع نظرية الربح كما وضع أساسيات لنظرية الإنتاجية الحدية بأسلوب رياضي دقيق.

⁴⁵ Hermann, ⁴⁶ Mangoldt, ⁴⁷ Knies. ولقد كان لمعظم الذين باشرُوا العمل الأكاديمي مهمة رئيسية تمثلت في مساعدة الشعب في حربه التحريرية من المستغلين وأن قادة الشعب، اختارهم الله، وراء ذلك فكرة السلالات ما يسمى «Hohenzollern⁴⁸».

2- مساهمة جمعية Mont-Pèlerin

في عام 1947، اجتمع قرب فيفي بسويسرا قرابة 37 عضوا دعاهم F.V.Hayek فقد أدى نشر كتابه بعنوان ⁴⁹ "La Route de la Servitude" إلى عدة دعوات لمناقشته في مؤتمرات في كل من و.م.أ. وأوروبا، وقد شعر بعزل مناصري الرأسمالية في سياق يهيمن عليه التدخل وانتصار نظريات كينز.

كان كسر لهذه العزلة والسماح للرأسماليين بتأسيس معتقداتهم وإعادة تأهيل الرأسمالية بدعوة F.V.Hayek مجموعة من الاقتصاديين والفلاسفة والمؤرخين والمحامين، واقترح مناقشة مسائل أخرى كالعلاقة بين التجارة الحرة والتنافسية والعلاقة بين التاريخ والتثقيف السياسي ومعنى سيادة القانون. فمُنذ البداية، قاد إلى تشكيل فريق عمل دائم يعرف بالأكاديمية الدولية السياسية⁵⁰، والتي أصبحت تعرف فيما بعد باسم جمعية Mont-Pèlerin.

⁴⁵ Hermann Gossen (1810-1858): كان اقتصاديا ألمانيا وكان ينظر إليه على أنه من أسس لنظرية عامة حول المنفعة الحدية.
⁴⁶ H.V.Mangoldt (1824-1868): وهو اقتصادي ألماني درس العلوم القانونية والسياسية وحصل على درجة الدكتوراه وعمل كأستاذ في الاقتصاد. وقد لاقت أعماله في القيمة الدولية قبولا من قبل بريطانيا ورفضاً من قبل الألمان.
⁴⁷ Karl Knies (1821-1898): وهو اقتصادي ألماني يعتبر أحد أعمدة المدرسة التاريخية الألمانية وقد شغل منصب أستاذ جامعي في الاقتصاد والمالية.

⁴⁸ وهي فكرة الاستعلاء العنصري وقد ظهرت بشدة عند الألمان حيث كانت الدعاية تقول بسيادة العنصر الجرمانى أو النوردي جسميا وعقليا.
⁴⁹ والمؤلف الأصلي هو بعنوان **The Road to Serf dom** وهو يعبر عن محاولة فلسفية واقتصادية وقد نشر عام 1944، وفيه سجل تدخل الدولة بميل نحو الانقضااض أكثر من أي وقت مضى على الحريات الفردية ويمكن أن يؤدي تدريجيا إلى الشمولية ومن هنا ما نعني قوله عبودية الشعوب وقد أصبح هذا المؤلف على مدى السنوات كلاسيكيا في الفكر الرأسمالي المعاصر و قد تم ترجمته إلى عشرين لغة.

⁵⁰ D.Gilles (1999), *Hayek et sa Reconstruction du Libéralisme*, Revue Cahiers de Recherche Sociologique, no 32, p 123-124.

وقد كان من بين أعضائها المؤسسين: Maurice Allais⁵¹, M.Friedman⁵², B.de Jouvenel⁵³, F.H.Knight⁵⁴, F. Marchlup⁵⁵, F.V.Mises⁵⁶

يدل هذا الحدث على نهج ودور F.V.Hayek في تأهيل وبعث للرأسمالية لأنه ليس خيارا سياسيا بل ضرورة استنادا إلى طبيعة الأداء الاجتماعي وروح الإنسان. الاشتراكية، الديمقراطية الاجتماعية والتدخل على حد تعبيره " Anti chantres " على أنها أخطاء فكرية الذي تشاركه فيه أعظم العقول في التاريخ من أرسطو إلى وفاة اينشتاين مروراً بروسو وهيغل⁵⁷.

ولا ينبغي البحث في الجذور الفكرية للرأسمالية فقط، إلا أن أعين F.V.Hayek فتحت على الطبيعة الحقيقية للحرية ولا ينبغي أن تنتظر في السياسة ولكن أيضا في القانون، علم النفس، الفلسفة والأخلاق، والكفاح من أجل الحرية تمثل في إقناع هؤلاء الذين الذي يسميهم المتعاملين في الأفكار، ويعني بهم فئة المثقفين والصحفيين وهذا ما أدى به إلى تأسيس معهداً للشؤون الاقتصادية بلندن عام 1955. لعب دورا في رفع قيود التحرر والخصخصة وإلغاء الخدمات فما يميز رأسماليته من غيرها من أشكال الرأسمالية حتى داخل التيار النمساوي نفسه هو تصميمه للمعرفة ونظريته في أوامر السوق العفوي وعلاقتها بالاقتصاد⁵⁸.

رابعا: أزمة السبعينيات ورأسمالية جديدة

⁵¹ Allais Maurice (1911-2010): وهو اقتصادي فرنسي حصل على جائزة نوبل للاقتصاد عام 1968، وهو اقتصادي ليبرالي وحمائي من دعاء اقتصاد السوق ولكن في إطار حكومات متجانسة لها توجه اقتصادي ومكونة منطقة للتبادل وهو ضد فكرة إلغاء الحواجز الجمركية مع دول ليست بنفس الدرجة من التطور.

⁵² M.Friedman (1912-2006): خبير اقتصادي حائز على جائزة نوبل عام 1976 وهو أحد أشهر اقتصاديي القرن العشرين، ويعد أهم مؤسسي النقدية الحالية مدرسة شيكاغو وتحمل هذا الاسم لكونه أستاذا بجامعة شيكاغو.

⁵³ B.de Jouvenel (1903-1987): وهو كاتب وصحفي فرنسي وسياسي واقتصادي، وكان من منظري ومساندي تيار **Prospective** في فرنسا وأسس جريدة بعنوان **Futuribles** مختصة بكتابات حول توقع الأحداث الممكنة مستقبلا.

⁵⁴ F.H.Knight (1885-1972): وهو خبير اقتصادي أمريكي عرف أساسا بتمييزه بين الخطر وعدم اليقين عام 1921 وهو يعد واحدا من مؤسسي مدرسة شيكاغو.

⁵⁵ F.Machlup (1902-1983): وهو اقتصادي نمساوي تأثر كثيرا بالتطورات الحاصلة في حقل العلوم الاقتصادية وقد أسهم بتقديم توضيحات في المنهجية والسياسة.

⁵⁶ ومن بين المدعويين الذين لم يحضروا الجلسة الافتتاحية: W.Lippman, A.Plant, Charl Rist, Daniel Villey وقد عمل F.V.Hayek على تطوير مشروعه لمدة ثلاث سنوات. تضم الجمعية حاليا 500 عضوا في 50 بلدا و تجتمع مرة واحدة في السنة وتخصص الدورة لمناقشة موضوع محدد.

⁵⁷ D.Gilles (2000), *De la Domination de L'économie au Néo-Libéralisme*, Revue Possibles, Vol 24, no 2-3, p 11.

⁵⁸ D.Gilles, Op cit, p 13-15.

على ما يبدو أن التنظير الذي قدمه كينز أصبح عاجزاً عن معالجة الأزمة في بداية السبعينات ، وتعد مرحلة الرأسمالية الجديدة وليدة هذه الأزمة ودخولها لمرحلة جديدة من العلاقات الاقتصادية الدولية حيث بروز الشركات المتعددة الجنسيات والمنظمات الدولية وفكرها الداعي على عدم تدخل الدولة في الشؤون الاقتصادية.

1- أزمة السبعينيات ونتائجها

في بداية السبعينيات من القرن 20، بدأت الأوضاع تتغير تزامناً مع ارتفاع أسعار النفط الذي رافقه ارتفاع في الأسعار والأجور وانعكس على الاقتصاد الدولي بانكماش وبطالة وتضخم في الأسعار فاقت مستوى 20% مع العجز في موازين المدفوعات للاقتصاديات الناشئة مما أدى إلى تفاقم الديون وخدمات الديون إلى مستويات خيالية⁵⁹. وقد برهنت النظرية الكينزية عن عجزها في معالجة واحتواء الأزمة التي شملت البلدان الصناعية المتطورة بل اعتبرها بعض المفكرين الرأسماليين أنها أحد أسباب الأزمة. تمثلت هذه الأزمة في انهيار نظام بريتن وودز حيث توقفت قابلية تحويل الدولار إلى ذهب للحد من خروج الذهب الاحتياطي من و.م.أ خاصة في ظل استمرار العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي.

وبدون شك فالبلدان الرأسمالية هي الأكثر تضرراً بسبب هذا الارتفاع لأنها نقلت جزءاً كبيراً من تكلفتها إلى العالم الثالث من خلال رفع صادراتها إليه، في حين تراجعت أسعار البترول استمر الارتفاع في أسعار السلع والذهب وبالمقابل يمكن تصور عبء استيراد السلع بالنسبة للدول النامية. وبهذا فهي تكون قد بددت جزءاً هاماً من الموارد على الواردات، فبدلاً من تطوير الإنتاجية أدى تحول مشكلة الفائض في الميزان التجاري إلى عجز وأدى فيما بعد إلى تفاقم المديونية الخارجية⁶⁰.

⁵⁹ على ضوء تقارير للأمم المتحدة، فقد تجاوز حجم المديونية الخارجية 19 مليار دولار لسنة 1960 إلى 66 مليار دولار لسنة 1970 برقم قياسي بلغ 347 مقارنة مع سنة 1960، ولترتفع مرة أخرى لتصل 198 مليار دولار سنة 1975. ومن البديهي أنه مع الزيادة المفرطة للديون الخارجية للدول النامية يصاحبه تزايد حجم المدفوعات لخدمة الديون إذ بلغت نحو 6 مليار دولار سنة 1970 لتصل إلى 11 مليار دولار 1973، وتوالت الزيادات لتبلغ سنة 1985 93 مليار دولار.

يرجع الباحثون أن نشوء مشكلة الديون الخارجية على الدول النامية مردها:

- الاستخدام غير الرشيد للموارد الأجنبية، سوء الإدارة وضعف مستوى الأداء الاقتصادي؛
- محدودية الطاقة الاستيعابية بمعنى القدرة المحدودة للدول النامية على استيعاب زيادات كبيرة من الموارد الأجنبية لأغراض الاستثمار في المشروعات الإنمائية؛
- الإفراط في الاقتراض لأجل تمويل برامج التنمية الاقتصادية في الدول النامية بالاتجاه إلى السوق المالية الدولية ولا يخفى ارتفاع أسعار الفائدة وشروطها المجحفة بما لا يتناسب مع وضعية هذه البلدان.

⁶⁰ مرسى فؤاد (1990)، الرأسمالية تجدد نفسها، عالم المعرفة الكويت، ص 209.

وقد أثر هذا على الآلية النقدية لصندوق النقد الدولي بحيث تم تعويم معظم العملات الرئيسية في أوروبا، وبذلك اشتدت المضاربة على الذهب وحركات رؤوس الأموال وهكذا كان لأن المنظومة الرأسمالية فقدت أهم آلية عالمية مسؤولة عن نجاحها ثبات استقرار أسعار الصرف واستقرار المدفوعات الدولية⁶¹. حيث أن مشكلة فوائض رؤوس الأموال في البلدان الصناعية والفوائض المجمع في سوق أورو دولار في وقت عمت فيه البطالة، الكساد والتضخم وجدت اتجاهات جديدة للمضاربة برأسمال الدولي.

وعلى الصعيد الدولي تعاضم ظاهرة التدويل حيث قامت الشركات متعددة الجنسيات بالتوغل وامتداد أنشطتها إلى الأصعدة الإنتاجية، الخدماتية، التمويلية، التسويقية والنقدية عبر مختلف المنظومة الرأسمالية. ونتيجة لتعاظم نشاط هذه الشركات تعمقت درجة تقسيم العمل الدولي غير المتكافئ بين البلدان الصناعية والبلدان النامية، واشتدت ظاهرة التدويل لترفع من درجة الترابط مما أدى على انتشار الأزمات بين باقي بلدان المنظومة.

ما يمكن الإشارة إليه، إلى أن التحليلات الاقتصادية ذهبت إلى أن نمط الرأسمالية قد دخل مرحلة جديدة: رأسمالية الاحتكارات العالمية.

2- الرأسمالية الجديدة

إن الرأسمالية الجديدة تعبر عن رؤية جديدة ظهرت مع السبعينات كنظرية بديلة لنظرية J.M.Keneys وشاع حينذاك فكر المدرسة النقدية التي من روادها الأساسيين Milton Friedman الذي تبني مراجعة نقدية للنظرية الكينزية. واعتد بها كمرجعية نظرية لتحليل الإشكالات الاقتصادية والسياسية للرأسمالية الجديدة، وخلق هذا التيار تنظيراً تجاوز حقل الاقتصاد السياسي للبلدان الرأسمالية للعالم ككله بتنوعاته وتعقيداته⁶². وقد تبنت أفكاره المنظمات الاقتصادية الدولية كصندوق النقد والبنك العالمي وأسسوا وفقه لمنظور الرأسمالية الجديدة.

ومهما كانت الصراعات الفكرية بين الكينزية والنقدية فإنها حقيقة لأنهما ينطلقان من مواقف ثابتة وهي الأيديولوجية البرجوازية والإيمان بحرية السوق، وأن الاختلاف حول الوسائل والطرق المقترحة وتحديدًا فيما يتعلق في الحد الأمثل لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي. وقد حاولت النظرية النقدية وضع تفسيرات خاصة للبطالة والتضخم وغيرها من المشكلات الاقتصادية، فعلى غرار التصور الكلاسيكي للنقود باعتبارها مجرد ظاهرة ثانوية لا أهمية لها إلا كوسيط في العملية الاقتصادية. واعتبرها كينز عاملاً مهماً

⁶¹ رمزي زكي (1999)، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة- الطبعة الأولى، ص 172.

⁶² عباس فياض (2010)، الخصخصة وتأثيرها على الاقتصاد العراقي، رسالة دكتوراه غير منشورة، العراق، ص 56-59.

في الاقتصاد بينما فريدمان فقد قام بتأهيل النظرية الكمية للنقود⁶³ بإعادة صياغتها عام 1956⁶⁴. تستند هذه النظرية في تحليلاتها على تحليل الطلب على النقود المرتبط بالدخل الدائم وقد استنتج أن الأسعار تتفاوت نسبيا مع كمية النقود حسب علاقة Irving Fisher. وحسب فريدمان فالآثار التضخمية هي نتاج التوسع النقدي على حد تعبيره، فالتضخم ظاهرة نقدية وينتج عن الزيادة في وتيرة كمية النقود أسرع من تلك الخاصة بالإنتاج.

وحسب رؤيته النظرية فإنه يمكن التحكم في كمية النقود المصدرة من طرف البنك المركزي وذلك بتدخله من خلال الزيادة أو التقليل من كمية النقود لأغراض الحفاظ على السياسة النقدية والاقتصادية.

ويرجع فريدمان في تفسيره للأزمة الاقتصادية عام 1929 إلى مسؤولية البنك الاحتياطي الفيدرالي فبدلا من استخدام سلطته لاحتواء الأزمة قام بتخفيض نسبة المعروض من النقود بنسبة الثلث عامي 1929 و 1933. ومن نقاط الخلاف الأساسية بين النقدية والكينزية تتمثل في رفض فريدمان لمنحنيات فيليبس، وقد اقترح أن معدل البطالة طبيعي غير قابل للتخفيض على المدى القصير لأنه مرتبط بظروف سوق العمل كتدخل الدولة مثلا قد يمنع من التحديد الآلي للأجور. ولا يمكن تخفيض هذا المعدل إلا باتباع سياسات ظرفية مثل ضخ السيولة والتي لا يكون لها أثر على التضخم.

قبل انهيار نظام بريتن وودز عام 1953 وفي مقال لفريدمان بعنوان "The Case for Flexible Exchange Rate" دافع فيه عن انسحاب الدولة من سوق الصرف الأجنبي وما يرافقه من استخدام أسعار صرف عائمة التي قد تعزز المضاربة ولكن بالنسبة إليه المضاربة المستقرة.

المبحث الثاني: مكانة الاقتصاديات الناشئة في الفكر الرأسمالي

قد يتعين علينا قبل الولوج في تفاصيل ماهية الاقتصاديات الناشئة وخصائصها، التطرق إلى سبيل تغلغل الفكر الرأسمالي في هذه الاقتصاديات. فعلى ضوء ما سبق، ما تأثير الفكر الرأسمالي وانعكاساته على واقع الاقتصاديات الناشئة من خلال سياسات التثبيت والتكيف الهيكلي الاقتصادي وتبني الخيارات

⁶³ هذه النظرية التي تفسر حركة الأسعار نسبة إلى التغيير في العرض النقدي، وهي فكرة قديمة تعود جذورها إلى مدرسة Salamarque و ثم من قبل التجاربيين، ثم على يد David Hume ثم يعد ذلك من قبل النيوكلاسيك Irving Fisher الذي توصل: $M*V = P*Q$ حيث M كمية النقود، و P تمثل الأسعار، و V تمثل سرعة الدوران، و Q تمثل الإنتاج.

⁶⁴ J.M.Daniel, op.cit, p 268-269.

المطروحة من قبل المنظمات الدولية المالية تزامنا مع انهيار النظام الاشتراكي وواقع دولي يتسم بالانفتاح ورفع الحواجز الجمركية وتقليص تدخل الدولة في إطار العولمة.

أولاً: الاقتصاديات الناشئة في الفكر الكلاسيكي

تعرض الفكر الكلاسيكي لعدد من التغييرات العامة بين تاريخي نشر " ثروة الأمم " و " مبادئ الاقتصاد السياسي"، وبالرغم من ذلك فقد كانت هناك رابطة وصل بينهما البحث المستمر في موضوع النمو الاقتصادي والآثار المترتبة عليه. إذ أن هناك تشابه بين الظروف الكلاسيكية وبين ظروف البلدان النامية أو المتخلفة في عصرنا الحالي، وعليه سوف نناقش مدى الاستفادة التي يمكن أن تحقق من نظرية النمو الاقتصادي الكلاسيكية لهذه البلدان.

إن أول مسألة اهتم بها الكتاب الكلاسيكي في دراستهم للنمو الاقتصادي هي تراكم رأس المال بمعدلات مرتفعة في النشاط الصناعي. واستند التحليل في هذا الشأن إلى ظروف تناقص الغلة في النشاط الزراعي الذي يثير ثلاث نقاط مناقشات بالنسبة للبلدان المتخلفة المعاصرة⁶⁵:

أولاً، في ظل الافتراضات الكلاسيكية الخاصة بثبات الأرض الزراعية وجمود الفن الإنتاجي المستخدم والتزايد السكاني، فإن النشاط الزراعي لا يمكن فعلاً أن يكون محركاً للنمو الاقتصادي بل يعرقه بشكل مباشر من خلال ارتفاع أسعار السلع الغذائية وارتفاع مدخرات المزارعين التي قلما ما تستخدم في الاستثمارات المنتجة.

ثانياً، إن عملية تراكم رأسمال في النشاط الصناعي هي العملية الكفيلة بدفع النمو الاقتصادي بحيث يكون هذا المعدل كفيلاً لتغطية تناقص الغلة في النشاط الزراعي.

ثالثاً، أن بقاء معدل الأجور منخفض يعد شرطاً أساسياً لدعم واستمرار عملية تراكم رأسمال الصناعي.

وقد دعت أفكار التصنيع، بعد الحرب العالمية الثانية، كحل لمشاكل الدول المتخلفة ويمكن تقديم عددا من الحجج التي تتشابه جداً مع الحجج الكلاسيكية لصالح الصناعة وضد الزراعة. إذ أن الصناعة تتيح زيادة التخصص وتقسيم العمل واستخدام الآلة على نطاق واسع وتفتح طرقاً عديدة للاستفادة من المستجدات الفنية والأفكار العلمية فيكون نتيجته شيوع ظاهرة الغلة المتزايدة.

⁶⁵ عبد الرحمن يسري، مرجع سبق ذكره، ص 229.

كما تنبه الاقتصاديون إلى أن نسبة كبيرة من الأرباح يعاد استثمارها في مشروعات جديدة بما يكفل النمو. إضافة إلى ذلك، فإن هناك حججا غير كلاسيكية لتأييد التصنيع من أهمها مسألة الوفرة الخارجية التي تنمو مع المشروعات الصناعية وبالتالي تساهم في النمو ومنها أيضا تدهور شروط أو معدلات تبادل السلع الأولية في التجارة الدولية ومن ثم الحاجة إلى التصنيع.

والتحليل الكلاسيكي للعلاقة بين تراكم رأسمال والأرباح في البلدان المتخلفة يثير نقاشا جوهريا، إذ أن الاقتصاديات المتخلفة أو النامية تعتمد بشكل عام على القطاع العام في التنمية الاقتصادية ومما لا شك فيه أن التحليل الكلاسيكي يقتضي افتراض ظروف الاعتماد على القطاع الخاص في توليد الأرباح التي من شأنها تمويل المشروعات القائمة الجديدة وبذلك يفترض الكلاسيكي:

- التقدم التكنولوجي كعامل محدد للأرباح؛
- وجود المصدر الوحيد لتمويل الاستثمارات هي الادخار الذي يقتطع من الأرباح.

ففي الوقت الحاضر، بالنسبة للبلدان النامية تمكنا من الاستفادة من هذا التحليل وذلك بإشاعة أكبر قدر من المنافسة بين المشروعات الخاصة التي تعمل داخل أسواقها وتهيئة كامل الظروف الملائمة لعملية التقدم التكنولوجي، فالقطاع العام لا يهتم عادة بالعلاقة بين الربح وتراكم رأسمال فهي لا تهدف إلى تحقيق أي ربح أو فائض من نشاطها الإنتاجي.

وللتحليل الكلاسيكي الخاص للعلاقة ما بين الفن الإنتاجي المكثف لرأسمال ومعدلات الربحية من جهة، وبين معدلات الربحية وتراكم رأسمال من جهة أخرى يؤكد وجود علاقة ارتباط بين معامل رأسمال نسبة إلى الإنتاج ومعدل النمو الاقتصادي. وترى مجموعة من الاقتصاديين المعاصرين أن ظروف البلدان النامية تقتضي الأخذ بمعيار أدنى كثافة رأسمالية للاستثمار، من ثم فهم ينددون بتفضيل المشروعات التي تتميز بانخفاض معامل رأسمال نسبة إلى الإنتاج وبضرورة تشجيع الفن الإنتاجي الذي يتجه نحو تكثيف عنصر العمل في العملية الإنتاجية، وتستند هذه المناقشة إلى حجتين رئيسيتين:

- ضالة الموارد التمويلية في هذه البلدان بسبب انخفاض معدلات الادخار ومحدودية التدفقات الرأسمالية وعدم انتظامها؛
- الحاجة إلى إيجاد فرص توظيف عدد أكبر من العمال يمارسون أعمالا ذات إنتاجية ضعيفة.

ومن الناحية الأخرى، فإننا نجد بعضا من الاقتصاديين من يدافع عن معيار أعظم كثافة رأسمالية على أنه أفضل معايير الاستثمار في البلدان النامية وهذه الفئة من الاقتصاديين تعتمد وجهة نظر مشابهة لوجهة النظر الكلاسيكية التي سبق وأن تم عرضها. فالبلدان النامية تعاني أساسا من قلة الموارد التمويلية

التي يمكن توجيهها للاستثمار وأنها تعاني أيضا من الوفرة النسبية في عنصر العمل وشيوع البطالة، ولكن اختيار الفنون الإنتاجية المكثفة لرأس المال سوف يؤدي بلا شك إلى توزيع الدخل لصالح الأرباح وحيث أن معظم المدخرات القومية تتولد أساسا من الأرباح وليس من الأجور التي تتفق على الاستهلاك وعليه فإن القدرة على تمويل الاستثمارات، مقارنة مع معدلات الادخار الحقيقية، سوف تنمو في الأجل الطويل خلال عملية التنمية بمعدلات أكبر في حالة اختيار الفنون الإنتاجية المكثفة لرأس المال⁶⁶.

أما المسألة الثانية التي أخذت جانبا كبيرا من الاهتمام من قبل الكلاسيك وهي اتساع السواق سواء الداخلية منها أو الخارجية بشكل يتيح للبلدان النامية من تنمية مداخيلها القومية بمعدلات أكثر ارتفاعا. إذ تعرف البلدان النامية أسواقا ضيقة بسبب انخفاض متوسطات المداخيل الفردية وعدم اكتمال أو انتظام شبكة المواصلات والاتصالات الداخلية. بالإضافة إلى هذه العوامل فإن المنتجات الصناعية في البلدان النامية تعاني من منافسة شديدة للمنتجات المستوردة من البلدان الصناعية المتقدمة بالرغم من فرض القيود الجمركية.

كما اعتقد الكلاسيك بأن انفتاح السوق الخارجية يتيح للبلدان التخصص في الصناعات التي تتميز فيها نسبيا وأن يحقق بالتالي مكاسب التخصص وتقسيم العمل الدولي فينمو إنتاجه بمعدلات مرتفعة نسبيا. ولا يمكن التسليم بأن حرية التجارة كفيلة بالتنمية الاقتصادية بالنظر إلى صادرات هذه البلدان من المواد الخام النفط والمواد الأولية وأن الطلب الخارجي عليها يتميز بمرونته وانكماشه تدريجيا مع اكتشاف بدائل صناعية للخامات الطبيعية، والتقدم التكنولوجي الذي يسهم في إعادة استخدام الخامات وتخفيض المستخدم منها المنتج النهائي. ولا يجزم القول بأن بعض الدول تمكنت من تحقيق معدلات نمو مرتفعة على أساس تنمية صادراتها.

وأخيرا اهتم الكلاسيك بصلاحية المناخ الاقتصادي والاجتماعي للنمو متمثلا في عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وسيادة الحرية التجارية والمنافسة، وقد أدى التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي في الاقتصاديات النامية إلى الاهتمام ببناء رأس مال اجتماعي وبعض المشروعات الإنتاجية الثقيلة التي لا يستطيع المشروع الخاص القيام بها. كما أن التدخل الحكومي أحيانا إلى توجيه نشاط المشروع الخاص عن طريق السياسات المالية والنقدية والتدخل في سياسات الأسعار والأجور. ولكن مثل هذه الأنماط لم تبعد كثيرا عن النمط الغربي خلال فترة الكساد الكبير، ومع ذلك فإن التطورات الاقتصادية المتلاحقة أثبتت عدم قدرة المشروع العام على القيام بمهمة التنمية على وجه أفضل من القطاع الخاص، ولذلك انتهجت الدول سياسات اقتصادية إصلاحية من سياسات تحريرية للقطاع العام وتشجيع تنمية القطاع

⁶⁶ Galenson et H.Leibenstien,(1955) *Investement Criteria, Productivity and Economic Developpment*, Quarterly Journal of Economics, p 40-41.

الخاص، تشجيع الصادرات وتحرير التجارة الخارجية وتوفير المناخ الاقتصادي لجلب الاستثمارات الأجنبية وهذا ما كان ينادي به أنصار العصر الكلاسيكي.

ثانياً: الشركات المتعددة الجنسيات والدول النامية⁶⁷

لاشك أن تحرير التجارة والتبادل العالمي والذي تحقق بعد التوقيع على إنشاء منظمة التجارة العالمية كان بمثابة دفعة قوية لنمو الشركات المتعددة الجنسيات واتجاهها إلى أسواق الدول النامية لزيادة أرباحها. ليس أمراً جديداً، فلقد أكد آدم سميث، دافيد ريكاردو وتوماس سنتش على ضرورة تصدير رؤوس الأموال للإبقاء على النظام الرأسمالي بسبب تناقص غلة رأسمال ، ومع ذلك فإن ماركس هو الذي نجح في صياغة النظرية وقد علق على حاجة رأسمال للتحرك خارجياً.

فقد وجدت دول العالم المتقدم نفسها نتيجة الارتفاع الهائل في مستويات المعيشة لم تعد تتمتع بالميزة النسبية في مجال الصناعات والأنشطة ذات التقنية المرتفعة. في الوقت نفسه، نجد الدول النامية خاصة بعد الإقلاع عن سياسة إحلال الواردات تتمتع بمزايا نسبية مما جعلها موطناً للشركات متعددة الجنسيات الأمر الذي أدى إلى نجاح الدول النامية في جذب توليد رأسمال وإعادة استثماره. هذه العملية أدت إلى ظهور طبقة عمالية جديدة قادرة على مزاوله الإنتاجية بكفاءة.

وقد زادت أهمية الشركات المتعددة الجنسيات نتيجة المساهمة الكبيرة في الناتج العالمي إلى جانب الاستثمارات الثابتة والمالية، وهنا التساؤل عن أسباب حول الاستثمار في الدول النامية.

فهناك العديد من العوامل، منها كما وضحنا سلفاً، تشبع فرص الاستثمار في الدول المتقدمة وتغير أنماط الاستهلاك، فمنظور نمط الاستهلاك المصاحب لمراحل النمو في الدول النامية يجعل منها سوقاً مستقبلاً إذ كلما أصبح السكان أكثر ثراء كلما تناقص معدل استهلاكهم بالنسبة إلى دخولهم. وهذا ما حدث في مجموعة الدول المتقدمة مما أدى بالشركات إلى توجيه استراتيجياتها نحو اقتناص نصيب أكبر من أسواق الدول النامية.

ويوضح الجدول أدناه مكانة وأهمية الصين والعديد من الدول النامية المشابهة كسوق مستقبلي وهذا قد يدعو إلى جذب استثمارات أجنبية معتبرة نحو الصين، إذ قدرت حجم هذه الاستثمارات عام 1996 40 مليار دولار أي حوالي نصف الاستثمارات الأجنبية المباشرة في العالم.

جدول 1-1: النمو في الإنفاق على السلع الاستهلاكية (%)

⁶⁷ محمد عبد العزيز عجمية (2000)، الاقتصاد الدولي: دراسة نظرية وتطبيقية، كلية التجارة، ص 226.

الدولة	1992-1980	2000-1995	2005-2000
الصين	2.8	4.9	4.8
اليابان	1.5	1.5	1.5
جنوب إفريقيا	2.1	3.1	3.3
روسيا	-	4.4	3.6
كوريا الجنوبية	5.9	3.9	3.2

المصدر: محمد عبد العزيز عجمية، مرجع سبق ذكره، ص 226.

وتعتبر وفرة بعض مستلزمات الإنتاج ورخص التكلفة في الدول النامية وخاصة وفرة عنصر العمل وانخفاض الأجور ما يعد بذلك الميزة النسبية الأولى في جلب رؤوس الأموال. إذ أن التباين بين الأجور لعبت دورا هاما في عملية التنمية، ويجب التمييز بين الأجور النقدية والأجور الحقيقية. فالأجور النقدية في الدول المتقدمة مرتفعة مضافا إليها التأمين الصحي والتأمين عن الحياة والعجز وأقساط التأمين لاعتبارات السلامة، وذلك فمن صالح الشركات المتعددة الجنسيات إقامة وحداتها الإنتاجية خارج البلدان المتقدمة خاصة بعد التشجيع الذي تلقته من الدول النامية فيما يخص الإعفاءات الضريبية، إقامة المناطق الحرة، إمكانية تحويل الأرباح نحو الخارج وتحرير المعاملات المالية والتجارية.

وأمام فشل القطاع العام في العديد من الدول النامية في إدارة المشاريع والمصالح، أتاح هذا الوضع أمام الشركات المتعددة الجنسيات فرصة لشراء الشركات وتشير البيانات إلى تزايد عمليات الخصخصة وضاعفت من عمليات في اتجاه متزايد نحو التركيز وللتمركز سواء من ناحية القيمة أو العدد مما دفع بتطوير تقنيات مالية جديدة تساهم في الكفاءة التشغيلية لعمليات الاندماج وتتلخص في وظيفة الهندسة المالية⁶⁸.

فقد كان عدد الشركات التي تم خصصتها 50 شركة بلغت قيمتها 2.5 بليون دولار عام 1988 وارتفعت إلى 750 شركة بلغت قيمتها 24 مليار دولار سنة 1994. وتكشف معطيات سنة 1999 عن الزخم الاستثنائي لحركة الاندماج والتملك على نطاق العالم، وقبلها سنة 1998 إذ بلغت الاتفاقات العالمية 2500 مليار دولار مقابل 1600 مليار دولار سنة 1997 وجاوزت هذه الأرقام سنة 1995 لتصل 400 مليار دولار.

⁶⁸ أدب ديمتري (2002)، ديكتاتورية رأس المال، المدى، طبعة أولى، ص 99.

تجدر الإشارة إلى أن حوالي 75% من الاستثمارات المباشرة خلال الثمانينات استهدفت عمليات التملك والاندماج مع شركات قائمة مع تغيير الملكية وليس خلق وسائل إنتاج جديدة. وتساهم هذه العمليات في بناء صرح رأسمالي جديد والتوسيع الفضائي والاستراتيجي لنظام تراكمي رأسمال جديد.

بالإضافة إلى ذلك، قامت الشركات بتطوير نوعا من الثقافة الداخلية المقتبسة من بعض الخصوصيات المحلية من حيث الامتثال لعقود العمل لتلبية احتياجات ومتطلبات التنمية المحلية وخصوصا تضيق حدود انعدام الأمن الاجتماعي، وبهذا فإن الأسواق المالية قد تتجاوز بشكل سلبي، مع هذه الوضعية، ما يؤدي إلى تجاوزات معينة تجسدت في ظاهرة فقاعات الأصول⁶⁹.

ثالثا: تقرير Lester.B.Pearson

تغلغل الفكر الاقتصادي الرأسمالي إلى البلدان النامية خاصة بعد الحرب العالمية الثانية⁷⁰. وفي الواقع فالتحليل يظهر أكثر تعقيدا لأن توجهات الرأسمالية تباينت سواء على المستوى النظري أو الواقعي⁷¹.

إن تكييف الفكر الرأسمالي بهذه الاقتصاديات له دلالة توجهات سياسية واقتصادية تمثلت أساسا في تقرير⁷² Lester.B.Pearson .

أكد هذا التقرير على أن الاستثمارات الأجنبية كأحد مصادر التمويل للدول النامية لردم فجوة الموارد الداخلية التي تعاني منها معظم هذه البلدان. وتجدر الإشارة، تاريخيا، ساعدت تلك المصادر على تنمية

⁶⁹ أديب ديمتري، مرجع سبق ذكره، ص 100.

⁷⁰ بعد الحرب العالمية وحصول الحركات التحريرية على الاستقلال السياسي في آسيا وإفريقيا ومع انتشار الفكر الرأسمالي في دول أمريكا اللاتينية تزامنا مع فشل تجارب الاتحاد السوفيتي في أوروبا الشرقية.

⁷¹ إن تجربة البلدان الصناعية للرأسمالية مفادها الاعتماد على آليات السوق لتنمية اقتصادياتها، وذلك خلال المراحل التاريخية التي مرت بها من تطورها الاقتصادي وما نتج عنها من تراكمات يصعب بذلك تكرارها نظريا بالنسبة للبلدان النامية لاختلاف الظروف الاقتصادية المحلية، الدولية والتاريخية إضافة إلى تدخل الدولة لتحقيق التنمية الاقتصادية.

⁷² رئيس وزراء كندا سابقا والذي ترأس اللجنة الدولية للتنمية بطلب من البنك الدولي وأعد تقريره الشهير الذي يحمل عنوان:

"Vers une action commune pour le développement de tiers monde"

وحاز على جائزة نوبل عام 1957 لدراساته حول مشاكل التنمية والاستثمار في البلدان النامية.

بعضاً من هذه الدول خاصة الأوروبية وأمريكا اللاتينية⁷³ لما تتمتع به هذه الاستثمارات من مزايا سواء في الجانب المالي أو التنموي. وحتى يتم تدفق الاستثمارات الأجنبية للدول النامية لا بد من توافر جملة من الإجراءات والشروط، ولعل من أهمها السمات العامة لاقتصاد السوق ومدى تحرير الأنشطة الاقتصادية من سيطرة القطاع العام وبالتالي قد رسم هذا التقرير إستراتيجية جديدة تعزز فكر الرأسمالية " التكيف"⁷⁴ ومن بين البنود المقترحة من تقريره⁷⁵:

- تحسين المناخ العام للاستثمار الخاص بالنسبة للمحليين أو الأجانب؛
- إبطال تأثير القوى السياسية باستخدام أوسع للمشروعات المشتركة مع القطاع العام؛
- توفير الضمانات اللازمة لحماية المستثمرين الأجانب باتفاقيات خاصة تؤمنهم من مخاطر التأميم والمصادرة وفرض الحراسة وتكفل لهم تعويضاً ملائماً وإمكانية التحويل إلى البلد الأم؛
- تقديم الحوافز والامتيازات لجذب رؤوس الأموال والتي عادة ما تكون ضريبية وفضلاً عن التنازل عن العقارات خاصة منها الأراضي بأثمان منخفضة؛
- ضرورة توطيد قوانين الشركات لتحقيق درجة أكبر من الانفتاح المالي للمشروعات الأجنبية والمحلية؛
- ضرورة قيام حكومات الدول النامية بإنشاء نظام حوافز لجميع الشركات الأجنبية والمحلية على السواء للمشاركة في الملكية العامة عن طريق بيع الأسهم في أشكال ملائمة.

ويأتي تقريره طوقاً على البلدان النامية لأنه تمت صياغته لأول مرة على أساس دولي " الأمم المتحدة".

رابعاً: الأهداف من وراء إنشاء صندوق النقد والبنك الدولي

⁷³ كانت تعتمد الدول النامية على مدخراتها المحلية في تمويل استثماراتها ما يقرب 85%، وحسب هذه التقرير فإن دخل الفرد من الناتج الوطني الخام قد ارتفع بنسبة 2% خلال فترة 1950-1968 وهو معدل مماثل سجل خلال الفترة 1850-1950 للدول الأوروبية والأمريكية.

⁷⁴ حسب ما تضمنه التقرير من أساسيات بطلب من الرئيس السابق للبنك الدولي وذلك لدراسة المناخ الاستثماري المطلوب توفره في البلدان النامية لضمان تدفق رؤوس الأموال. وكان من أهداف إعداد هذا التقرير هو إعطاء غطاء أممي من قبل الأمم المتحدة لرسم إستراتيجية جديدة حول الفوائض التراكمية النقدية للبلدان الرأسمالية.

⁷⁵ Lester.B.Pearson(1970), *Nouvelle Stratégie pour le Développement Planétaire*, UNESCO Archives, p15-17.

يعمل كلا من الصندوق والبنك الدولي بتنسيق بينهما خاصة في الثمانينات من القرن العشرين تجاه البلدان النامية، وقد تلاشت بينهما الاختلافات في التوجهات على حد اعتبارهما منظمة واحدة عبر شروطهما التي تهدف من خلالها إلى إخضاع البلدان النامية إلى متطلبات الرأسمالية الجديدة التكيف⁷⁶.

بالرغم من المساهمة في رأسمال صندوق النقد لم تستطع الدول الأعضاء النامية من الحصول على موارد لعلاج مشاكل ميزان المدفوعات، والجدول التالي يبين الدول الخمس التي تمتعت بأكثر من 55% من جملة الأصوات.

جدول 1-2: حصص وأصوات الدول الخمسة الكبرى

الدولة	الحصة في الصندوق	نسبة في رأسمال	عدد الأصوات
و.م.أ	3750	27.6	27750
بريطانيا	1200	12.99	12250
الصين	550	5.63	5750
فرنسا	525	5.39	5500
الهند	400	4.17	4250

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات من صندوق النقد الدولي.

وتتلخص أغراض الصندوق في تحقيق الاستقرار النقدي الدولي وفي تحقيق التوازن في موازين المدفوعات للدول وفي التخلص من أساليب الرقابة والتحديد المصرفي التي تعوق التبادل وتقديم قروض للدول للتغلب على مشاكل الدفع الخارجي.

فقد كان للتبادل غير المتكافئ دوراً أساسياً بدفع الاقتصاديات النامية إلى تبني سياسات إصلاحية اقتصادية لعلاج مشكلة المديونية المتفاقمة. هكذا شهد النظام الاقتصادي الدولي، عقد الثمانينات، أزمة تنمية عرفت بشدتها كان لها الأثر السلبي على الاقتصاديات النامية، فالتباطؤ في النشاط الاقتصادي الذي عرفته الاقتصاديات المتقدمة حيث انخفض عن متوسط 3.1% في السبعينات إلى 1.6% سنة 1981 وبمعدلات سالبة سنة 1982.

⁷⁶ إنه منذ تأسيس المنظمين لم تأخذ بعين الاعتبار مصالح البلدان النامية لأن معظمها كان في شكل مستعمرات أو دولا متخلفة رغم مشاركة عدد كبير منها كالهند ومصر في رأسمال الصندوق. وخلال عقود 40، 50 و 60 كثفت هذه البلدان من نشاطاتها في إعمار البلدان الأوروبية بعد الحرب العالمية الثانية. كانت الهيمنة بقيادة و.م.أ وتبني أفكار النظرية العامة الكينزية لإدارة الاقتصاد العالمي بسبب ما شهده الاقتصاد من نمو كان له أثره على التخصص، تقسيم العمل وعلاقات التجارة الدولية.

وإذا تعمقنا في التحليل وبتحول الجات إلى منظمة التجارة العالمية عام 1995، فإنه يمكن القول أن كلا من الصندوق والبنك الدولي كانا راعيين لطبيعة التغييرات التي طرأت على الاقتصاد الرأسمالي بعد تعاظم ظاهرة التدويل العالمية والانتقال من مرحلة رأسمالية الدولة الاحتكارية إلى مرحلة رأسمالية الاحتكارات العالمية⁷⁷ وانبثق عنها تشكيل لجنة العشرين⁷⁸.

خلال سنة 1976، تغيرت وظائف الصندوق التي اتسمت بإدارة أزمات نظام النقد الدولي وعلاج موازين المدفوعات وأضيف إليها مهام جديدة هي إعداد برامج التكيف الهيكلي للدول الأعضاء، وهي برامج دعم تهدف إلى تخفيض الطلب المحلي من خلال تخفيض العملة الوطنية والحد من عرض النقود.

مما سبق، فهذا لا يعني تغيرا في مواقف المؤسسات تجاه الدول النامية وإنما هو نتاج فشل الأفكار الكينزية في تفسيرها للركود التضخمي. إضافة إلى بروز لأفكار المدرسة النقدية التي لها تأثيراتها الفكرية في توجيه الاقتصاد العالمي، فرضت على البلدان النامية التعامل بالاستثمارات الأجنبية ويأتي دور المؤسسات حول الكيفية في التفاعل مع هذه الدول ولعل هذه الشروط المعتمدة إيديولوجية السوق⁷⁹.

في نهاية السبعينات، تعاظم دور الصندوق في التدخل في شؤون الاقتصاديات النامية في رسم السياسات الاقتصادية والتوجهات الاجتماعية لنظم الحكم في هذه الدول. ولا يخفى ذلك عما حدث في الدول العربية وما خلق لها من اضطرابات وإضرابات عديدة كمصر وتونس والمغرب.

ونسلط الضوء على عدم مقدرة الصندوق في معالجة ميزان المدفوعات الاقتصادي للدول النامية يشير إلى التدهور الحاد في معدلات تبادلها التجاري وخاصة البلدان المصدرة للمواد الزراعية والتعدينية مع ارتفاع أسعار الفائدة وتفاقم حجم الديون، إذ توقفت هذه الدول عن دفع أعبائها كالمكسيك، البرازيل والأرجنتين ودولا أخرى ووقف الصندوق عاجزا أمام حالة هذه الاضطرابات بفعل تنبني أفكار المدرسة النقدية والتقليل من دور الدولة.

ففي الوقت الذي ينبغي أن يتخذ الصندوق إجراءات على السياسات النقدية والمالية للدول الرأسمالية، باعتبارها تعاني من اختلال هيكلي، فهي تتمتع بقدر من الحرية ما يمكنها من تقرير سياسات وتوجهات

⁷⁷ بموجب الاتفاقية الثانية " جولة الأوروغواي " أصبحت المنظمة العالمية للتجارة الآلية الجديدة للدول الرأسمالية والتي قبلت بعض من الدول النامية مرغمة بالالتزام بالانفتاح التجاري مقابل حرية أكبر لدخول أسواق البلدان الصناعية.

⁷⁸ تضم دولا رأسمالية وأخرى نامية وتمثلت مهمتها الرئيسية في وضع مقترحات للتوازن الخارجي وكيفية تدوير الفوائض النفطية وهي تشكلت نتيجة لارتفاع أسعار النفط بين عامي 1973-1984.

⁷⁹ ومواكبة مع أفكار مريغيت تانشر، رئيسة وزراء بريطانيا عام 1979، والرئيس الأمريكي رولاند ريغن الداعية صراحة إلى تبني اقتصاد السوق لتحريير السياسة المالية والتوظيف والتجارة الخارجية وسعر الصرف والسياسة النقدية والائتمانية.

الصندوق. في حين الدور المتنامي للصندوق في الاقتصاديات النامية إلى أن تحول "رجل بوليس قاس" بفرض برامج للتصحيح الاقتصادي لهذه البلدان التي مفادها خصخصة القطاع العام.

يبدو أن البلدان الرأسمالية اعتمدت على هاتين المؤسستين في مهمة الاستغلال لهذه الدول ضمن الخطوط العريضة لنظام بريتن وودز. ولا يخفى التعاون المنسق بين الصندوق والبنك لأجل مراقبة السياسات الاقتصادية، وبموجب اتفاق واشنطن⁸⁰ الذي نص على الالتزام بعدد من الشروط كبرنامج التصحيح الهيكلي، تحرير التجارة وتحرير الاستثمارات الأجنبية بل أصبحت بنوداً أساسية لمنظمة التجارة العالمية في القانون الدولي لمراقبة الدول وبشكل غير مباشر لتطبيق شروط الإقراض.

وعن الوثيقة الصادرة عن صندوق النقد سنة 2003 والمتضمنة التطور المالي لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والتي تبنت إصلاحات لقطاعاتها المالية على مدى ثلاثة عقود. فبالرغم من التقدم المنشود

إلا أن الجهود توارت إزاء الاتجاه المتزايد للعولمة، وهو التحدي الذي يواجهه صانعي السياسات إشارة إلى الالتزام بمسار الإصلاح والحد من التدخل الحكومي⁸¹.

خامساً: تطور النظام الأوروبي

لم يقتصر النظام الأوروبي على نطاق العضوية بانضمام المزيد من الدول غير السنوات، بل تعداه ليشمل طبيعة هذا النظام الذي مر بمراحل تطور ثلاث⁸²:

كانت المرحلة الأولى هي مرحلة الجماعات الأوروبية، تلتها المرحلة الثانية مرحلة السوق الأوروبية المشتركة التي تضمنت معاهدة روما تبدأ بتشكيل اتحاد جمركي ثم تليه إجراءات مبدئية لتحرير عناصر الإنتاج وسياسات مشتركة لتحرير المنافسة وخلق الظروف المواتية لازدهار الصناعات الأوروبية. وبالرغم من النجاح الذي حققته السوق المشتركة إلا أنها واجهت صعوبة بالغة في إزالة كافة القيود الفنية والإدارية والقانونية التي من شأنها أن تعيق التجارة. بينما أسهمت حالة الكساد السائدة خلال الثمانينات من انشغال العديد من الدول الأعضاء باقتصادها الوطني على حساب العلاقات الاقتصادية.

⁸⁰ هو إجماع بين الصندوق والبنك الدولي ووزارة المالية الأمريكية على السياسات التصحيحية للبلدان النامية الذي كان يظهر كسبيل مختلف عن سياسة اقتصادية وتنموية مستقلة للبلدان النامية.

⁸¹ في كتابه "العولمة ومساوئها" كتب J. Stiglitz "...بينما كانت البلدان الصناعية المتقدمة مع مؤسساتها المعقدة قد تتعلم الدروس الصعبة من إلغاء القيود المالية، كان صندوق النقد الدولي يحمل رسالة ريغن وتاتشر إلى البلدان النامية، ولاسيما البلدان التي لم تكن مهيةة لإدارة ما ثبت أنه أفضل الظروف مهمة صعبة محفوفة بالمخاطر، إلا في وقت متأخر في تنميتها منتظرة الدول الأوروبية حتى السبعينات، إلا أنها كانت تشجع البلدان النامية على القيام بذلك سريعاً غير معتبرة أن الصندوق في مفهومه الأصلي استند بالاعتراف أن الأسواق غالباً لا تعمل بشكل جيد..."

⁸² أسامة مجدوب (1999)، العولمة والإقليمية، الدار المصرية اللبنانية، ص 60.

ولقد أدى السعي الجاد من قبل الحكومات نحو تحقيق اكتمال السوق الأوروبية الموحدة وتم تحرير انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال دون أية قيود حدودية ثم النظام الأوروبي مرحلته الثالثة بالتوقيع على إنشاء الاتحاد الأوروبي الذي يحقق حالة الاندماج التام بين الأعضاء.

ولكن ما الذي يعنيه تطور النظام الأوروبي بالنسبة للدول النامية؟

حددت معاهدة ماستريخت⁸³ للمرة الأولى أهداف السياسة التنموية للاتحاد في صورة اتفاق مبدئي على ضرورة أن تكون سياسة أوروبية وليست سياسة وطنية ضيقة المدى والنطاق، وتحقق توافقا للآراء حول ضرورة أن يتأسس التعاون من أجل التنمية مع الدول النامية على مبدأ المنفعة المشتركة للطرفين. وأن يتجه أكثر نحو المساعدة في التنمية الصناعية ونشاط الأعمال في القطاع الخاص والمشاريع المشتركة وتحسين القدرات التكنولوجية ورفع المهارات البشرية بدلا من المساعدات المالية والغذائية.

من ناحية أخرى وافق الاتحاد الأوروبي في مراجعة نصف المدة لاتفاقية أمي⁸⁴ على تخصيص 13.3 بليون وحدة نقد أوروبية لصندوق التنمية الأوروبي للسنوات 1995-1999 مقارنة بمبلغ 10.8 بليون وحدة للفترة السابقة، ولا تمثل هذه الزيادة إضافة فعلية لمساهمات الدول الأعضاء، وإنما تحققت فقط نتيجة الزيادة عدد أعضاء الاتحاد بعد انضمام النمسا والسويد وفنلندا.

تتخذ سياسة الاتحاد نهجا جديدا نحو مشروع تطوير المشاركة الأوروبية المتوسطة في اتجاه إنشاء منطقة تجارية حرة متسعة النطاق تضم دول المتوسط ووسط وشرق أوروبا، ويشمل التعاون التجارة والاستثمار والطاقة والصناعة والبيئة وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات والخدمات وحركة رؤوس الأموال وغيرها.

⁸³ معاهدة ماستريخت هي الاتفاقية المؤسسة للاتحاد الأوروبي وأهم تغيير في تاريخه منذ تأسيس المجموعة الأوروبية في نهاية الخمسينات. تم الاتفاق عليها من قبل المجلس الأوروبي في مدينة ماستريخت الهولندية في ديسمبر 1991. دخلت هذه المعاهدة، التي تم توقيعها في 7 فبراير 1992 في ماستريخت، حيز التنفيذ في الأول من نوفمبر 1993، يرجع تأخر تطبيقها إلى تأخر قبول الدانمرك للمعاهدة وشروطها وبسبب قضية دستورية ضدها أقيمت في ألمانيا. أدخلت معاهدة الاتحاد الأوروبي عدة تغييرات على قوانين المجموعة الأوروبية وعلى قوانين المجموعة الأوروبية الذرية، التي كانت تشكل نواة الاتحاد الأوروبي. شكلت أيضا المعاهدة أساس الدستور الأوروبي، الذي تم الاتفاق عليه لاحقا في عام 2004. حسب البند 47 من المعاهدة، فإن هذا الاتحاد لا يبدل المجموعة الأوروبية، وإنما يكملها.

⁸⁴ هي الاتفاقية التي يقدم فيها الاتحاد بموجبها معاملة تفضيلية لدول إفريقيا وجنوب الصحراء.

ويتبع في ذلك نهجا على الفتح التدريجي لأسواقه أمام دول المتوسط التي أبرمت اتفاقيات للمشاركة مقابل تحرير التجارة والاستثمار في هذه الدول. ومن ثم فقد وقع الاتحاد اتفاقيات مشاركة مع كلا من تونس، المغرب، إسرائيل ومصر وتوصل الاتحاد إلى اتفاق جمركي مع تركيا واتفاقيات مماثلة مع قبرص ومالطا. وقد جاءت أفكار مؤتمر برشلونة نهاية 1995 استكمالا لمفاوضات المشاركة والتأكيد على أن الأهداف بعيدة المدى للمشاركة الاقتصادية والمالية هي الإسراع بمعدلات تنمية اقتصادية واجتماعية وتحسين الظروف المعيشية وزيادة فرص العمل وتقليل فجوة الرخاء ودعم التعاون الإقليمي.

وتضمن الشق الخاص بالمشاركة الاقتصادية والمالية البنود التالية:

- تهدف المشاركة في هذا المجال إلى تعزيز التعاون من أجل تحقيق منطقة رخاء ويقوم هذا التعاون على ثلاثة دعائم: إنشاء منطقة تجارة حرة وتعاون اقتصادي ومالي؛
- تعزيز التعاون وتنميته في كافة القطاعات الاقتصادية وضرورة زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودعم المدخرات المحلية بهدف رفع الإنتاجية وزيادة الصادرات؛
- التأكيد على أهمية التعاون الإقليمي على أساس اختياري؛
- تشجيع التعاون بين الشركات والمؤسسات والإطار القانوني اللازم لذلك؛
- تخصيص موارد مالية إضافية خلال الفترة 95-99 تبلغ 4.685 مليار وحدة نقد أوروبية.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد، أن مشروع التكامل المتوسطي يعد مشروعا ذا أبعاد ايجابية ورغم التقدم الذي أحرزه يظل إطار برشلونة يواجه تحديات و لعل من أبرزها الخلافات حول أولويات هذه الدول ومقتضيات مصالحها الخاصة والذي يضع أطراف هذه الاتفاقية في منافسة شديدة تكفل توزيع المكاسب بشكل غير عادل وغير متوازن.

المبحث الثالث: الاقتصاديات الناشئة خصائصها وتطورها

تحتل الأسواق الناشئة حاليا مكانة هامة في الاقتصاد العالمي، وهذا بفضل القبول الواسع للأصول المالية في هذه الأسواق من قبل المستثمرين الأفراد المؤسساتيين التي تلعب دورا هاما في استراتيجيات تنويع المحافظ ونخص بالذكر التواجد الرئيسي لمؤسسات دولية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

شهدت معظم الاقتصاديات إصلاحات هيكلية واقتصادية، خاصة التحرير المالي للأسواق، ما يعني الأهمية النسبية لهذه الأسواق في استراتيجيات الاستثمار الدولي ومن هنا يظهر لنا تساؤلين أساسيين:

- هل يمكن التمييز بين الأسواق الناشئة وتلك المتطورة؟

• ما هي الخصائص الأساسية لتلك الأسواق؟

ويبدو أن أصل مفهوم " الأسواق الناشئة " كإجابة عن التساؤل الأول يرجع إلى عوامل أهمها الممارسات والمعايير المحاسبية لمتطلبات الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المالية، ومجموع المؤسسات وقوانين تنظيم وتسيير الأسواق المالية. أما الإجابة عن التساؤل الثاني فيحظى بأهمية نسبية لأن المعرفة الجيدة بالخصائص تسمح بوضع نموذج خاص لتفسير تطور العوائد والأخطار⁸⁵.

أولاً: مفهوم وخصائص الأسواق الناشئة

لقد نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين، وهي أسواق برزت خلال العشريتين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دولياً.

تعود كلمة " ناشئة "⁸⁶ في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة فيها، والمؤكد أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة، فكل سوق مالية قد مرت بمرحلة النشوء في بداية تطورها، فمع بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، كما كانت السوق اليابانية ناشئة في الستينات والسبعينات، ويوجد حالياً عدة تعريفات للأسواق المالية الناشئة، لعل أهمها تعريف مؤسسة التمويل الدولية ، حيث تعرفها على أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10000 دولار⁸⁷.

في الواقع، لا يمكن اعتبار كل البلدان في طريقها للنمو على أنها ناشئة فهناك بلدانا أكثر فقرا وبعيدة كل البعد عن النشوء: أثيوبيا، غانا، كمبوديا وغيرهم.

⁸⁵ في الواقع هذه الأخطار، خاصة الخطر السياسي، ليست خاصة فقط بالأسواق الناشئة بل تتعداها حتى للأسواق المتطورة. و حدد الباحثون إدخال هذه المتغيرات في نماذج التقييم و معالجتها كأخطار غير قابلة للتوزيع.

⁸⁶ إن مصطلح ناشئة لا يمثل الترجمة الحقيقية لمصطلح (Emergente) والتي تعني الطفو والبروز والخروج فوق سطح الماء وهو يحمل أكثر معنى التميز والخروج عن المعتاد وهذا أقرب إلى المعنى من مصطلح النشوء والذي يحصر المعنى في المرحلة الابتدائية لنشوء الظاهرة.

⁸⁷ ساعد مرابط وآخرون، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، نوفمبر 21 و 22، ص12.

في سنة 1981، تم إحداث جهاز تنفيذي بالبنك العالمي مكلف أساساً بترقية وتطوير القطاع الخاص في البلدان في طريقها للنمو ويمنح تعبير " اقتصاد ناشئ " لعدة اعتبارات منها الدخل، الحجم، مستوى التطور ودرجة الانفتاح. وعليه فقد حددت هذه المؤسسة مجموعة الدول التي يمكن إدراجها كأسواق ناشئة وهي موضحة في الجدول الموالي:

جدول 1-3: قائمة الأسواق المالية الناشئة

أمريكا اللاتينية	شرق آسيا	جنوب آسيا	أوروبا	إفريقيا	الشرق الأوسط
الأرجنتين	الصين الشعبية	الهند	روسيا	جنوب إفريقيا	مصر
البرازيل	كوريا الجنوبية	إندونيسيا	المجر	تونس	إسرائيل
الشيلي	تاوان	ماليزيا	بولونيا	نيجيريا	
المكسيك	الفلبين	باكستان	التشيك		
كولومبيا	سيريلانكا	الأردن	اليونان		
البيرو	تايلاند				

المصدر: Société Financière Internationale

فقد كان أداء الأسواق الناشئة خلال العشرية 2000-2009 والملاحظ أنه يتبنى 24 دولة مصنفة حالياً كإقتصاديات ناشئة من قبل المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية IFCI⁸⁸ بينما يعتمد مؤشر

⁸⁸ مؤسسة التمويل الدولية: هي أحد أعضاء مجموعة البنك الدولي تعنى بالتعامل مع القطاع الخاص. إنها مؤسسة عالمية للاستثمار وتقديم المشورة، وهي ملتزمة بتشجيع المشاريع المستدامة في البلدان النامية الأعضاء بها، والتي تتميز بفائدتها الاقتصادية، وسلامتها المالية والتجارية، واستدامتها بيئياً واجتماعياً. ونحن نؤمن بأن النمو الاقتصادي السليم هو المفتاح لتخفيض أعداد الفقراء؛ بحيث يقوم على تنمية روح المبادرة بالمشاريع الخاصة والاستثمار الناجح في القطاع الخاص؛ وتؤمن بضرورة توفر بيئة أعمال مواتية لكي يزدهر القطاع الخاص ويساهم في تحسين أحوال الناس المعيشية. وتسعى إلى مواصلة تحسين أدائها من خلال الاستجابة السريعة للعملاء، وتبادل نجاحاتها، والتعلم من خبراتها. وتلتزم وتعمل بجهد من أجل تحقيق المبادئ التالية:

مورغان ستانلي MSCI⁸⁹ فقط 22 دولة كإقتصاديات ناشئة. في حين تبقى الأرجنتين وباكستان كأسواق في حدود النشوء. واعتبرت كلا من IFCI و MSCI إسرائيل وكوريا الجنوبية كأسواق متطورة خلال 2008 و 2009 وخلال سنة 2010.

وعلى غرار سوقي إسرائيل وكوريا الجنوبية، تم إعادة تصنيف اليونان والبرتغال كأسواق حدودية من النشوء إضافة إلى الأرجنتين، الأردن، كولومبيا، نيجيريا، باكستان، سيريلانكا، فنزويلا وزيمبابوي.

1- خصائص الأسواق الناشئة

رغم التباين في مستوى النشاط إلا أن الأسواق الناشئة تشترك في بعض من الخصائص المشتركة والتي نوجزها فيما يلي⁹⁰:

- أن يكون البلد ضمن مجموعة البلدان السائرة في طريق النمو، كما عرفها البنك الدولي، والتي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة واستقرار نسبي في مؤشرات الاقتصاد الكلي ومع درجة انفتاح في الأسواق المالية وتمكين غير المقيمين من حيازة سندات وطنية وتحسناً في الظروف المعيشية؛
- أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد المحلي والتي تقاس بالرسملة السوقية مقارنة إلى الناتج الداخلي الخام؛
- توافر شرطي الحركة والسيولة للسوق وعادة ما تقاس بحجم المعاملات وعدد الشركات المدرجة ونظام التسعيرة المتبع وبمعدل الرسملة السوقية، وقد يتجاوز هذا المعدل الواحد الصحيح في دول

-
- خوض غمار المخاطر المدروسة التي لا يستطيع القطاع الخاص خوضها بمفرده؛
 - إتاحة الفرص، على نحو تجريبي، في البلدان والقطاعات الجديدة، لتعظيم الأثر الإيجابي والدور التحفيزي لمشاريعنا؛
 - الابتكار من خلال تنمية أدوات وخدمات جديدة تلبي احتياجات عملائنا بصورة أفضل؛
 - تقديم المشورة جيدة النوعية عندما لا يكون القطاع الخاص رغباً أو قادراً على تقديمها؛
 - تبادل المعارف من أجل تعزيز الاستثمار الناجح للقطاع الخاص، وروح المبادرة بالأعمال الخاصة، وتعزيز بيانات الأعمال التجارية؛
 - الإدماج الكامل لأفضل الممارسات البيئية والاجتماعية، وتلك المتعلقة بنظام إدارة الشركات في جميع أعمالنا؛ وأن ننتم بالاستجابة لاحتياجات تلك البلدان والقطاعات الخاصة بالمتعامل معنا، في التوقيت الملائم.

⁸⁹ في عام 1968، تم نشر مؤشرات رأس المال الدولية التي تغطيها مؤشرات أسواق الأسهم العالمية خارج الولايات المتحدة. في عام 1986، تم ترخيص لمورغان ستانلي حقوق المؤشرات من رأس المال الدولية. من قبل 1980 كانت مؤشرات MSCI مؤشرات المؤشر الرئيسي خارج الولايات المتحدة قبل أن ينضم إليهما FTSE، وسيتي بنك وستاندرد آند بورز وتلاها بعد مؤشر داو جونز. وفي عام 2004، حصلت MSCI لتشكيل شركة MSCI بارا التي يقع مقرها الرئيسي في مدينة نيويورك. استخدمت الشركة ثمانية عوامل في تطوير مؤشرات: الزخم، وتقلب، والقيمة والحجم والنمو، وحجم استقامة والسيولة والرافعة المالية.

⁹⁰ حسان خبابية (2004)، دور أسواق الأوراق المالية في الدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 08، ص4.

إفريقيا الجنوبية أو 0.06 بدول مثل إندونيسيا وما يمكن استنتاجه أنه كلما اتصفت السوق بالضييق فلا يمكن بأي حال من الأحوال القيام بدورها في تمويل الاقتصاد؛

- التركيز وقياس هذا المؤشر مساهمة الشركات العشر الأولى في ترتيبها في الرسملة الإجمالية للسوق، حيث تمتاز الأسواق الناشئة بسجل معدل يصل إلى 60% بينما لا يتجاوز في الأسواق المتطورة إلى 20%؛
- التذبذب وقياس هذا المؤشر مدى تذبذب وعدم استقرار عائدات السوق ويقاس بنسبة سعر السهم إلى أرباحه، وهي نسبة مرتفعة في الأسواق الناشئة مما يجعلها أسواقا تتميز بدرجة عالية من المخاطرة وقد سجلت هذه النسبة في بورصة البرازيل ما مقداره ثمانية مرات النسبة المسجلة في بورصة هولندا؛
- ارتفاع معدلات العوائد بهذه الأسواق إذ أنها تمثل مركزا لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على عوائدهم؛
- إلى جانب ذلك من المهم الأخذ بعين الاعتبار نوعية الممارسات المحاسبية، درجة الكفاءة التشغيلية، الصحافة المالية، أسس ومبادئ حوكمة الشركات وقوانين حماية المستثمرين الأجانب أو المحليين وغيرها.

من خلال ما تم عرضه آنفا، فالجدول التالي يبين تطور أسواق السهم في الاقتصاديات الناشئة والرسملة السوقية للفترة 1990-2003.

جدول 4-1: مؤشرات تطور الأسواق الناشئة بين 1990-2003

السوق		عدد المؤسسات		حجم المبادلات مليار		الرسملة السوقية مليار	
		2003	1990	2003	1990	2003	1990
الأرجنتين		107	179	4.91	0.85	38.93	3.27
البرازيل		367	581	60.44	5.59	234.56	16.35
الشيلي		240	215	6.54	0.78	86.29	13.64
كولومبيا		114	80	0.41	0.07	14.26	1.42
الهند		5644	6430	284.80	21.92	279.09	38.57
كوريا الجنوبية		1563	669	862.71	75.95	329.62	110.59
ماليزيا		897	282	50.14	10.87	168.38	48.61
المكسيك		159	199	23.49	12.21	122.53	32.73

379.02	100.71	592.01	715.01	669	199	تايوان
23.90	118.71	96.57	22.89	405	214	تايلاند
3.82	8.36	0.15	2.33	54	76	فنزويلا

المصدر: Société Financière Internationale, 1993 et Factbook, 2004

ما يوضحه الجدول تطورا ملحوظا في أسواق الأسهم للبلدان الناشئة سواء من ناحية عدد المؤسسات المدرجة أو حجم المبادلات أو الرسمة السوقية ماعدا فنزويلا التي عرفت سوقها انخفاضا على مختلف الأصعدة.

في الوقت نفسه، فإن حصة أسواق الأسهم في الرسمة السوقية العالمية بلغت 11.44% سنة 2003 حتى أن لبعض هذه الأسواق رسمة سوقية تفوق تلك للأسواق المتطورة فمثلا تايوان وكوريا الجنوبية قد تجاوزت مستوى 300 مليار دولار بينما بلجيكا ونيوزيلندا قد سجلت 173.612 مليار دولار و33.052 مليار دولار.

وفي نفس السياق، فإن عدد المؤسسات المدرجة لا يتوقف عن الزيادة فقد ارتفع من 25441 مؤسسة سنة 2003 إلى 24414 مؤسسة مدرجة على صعيد الأسواق المتطورة. فالجدول الموالي يوضح مقارنة بين الأسواق المتطورة والناشئة من حيث عدد المؤسسات، الرسمة السوقية ومعدل الدوران.

جدول 1-5: مقارنة بين مؤشرات الأسواق الناشئة والأسواق المتطورة سنة 2003

الأسواق	الرسمة السوقية مليار	عدد المؤسسات	معدل الدوران
استراليا	585.475	1405	76.5
بلجيكا	179.612	152	24.9
كندا	893.950	3578	63.7
فرنسا	1355.643	723	85.7
ألمانيا	1079.026	684	130
هونغ كونغ	714.597	1029	56.3
ايطاليا	614.842	271	121.5
اليابان	3040.665	3116	88

104.1	183	488.647	هولندا
38.3	157	33.052	نيوزيلندا
71.1	475	145.117	سنغافورة
90	289	785.659	سويسرا
100.6	2311	2412.434	بريطانيا
122.8	5295	14266.266	و.م.أ
29.4	367	23.456	البرازيل
10.3	240	86.291	الشيلي
83.3	1296	681.204	الصين
138.5	5644	279.093	الهند
34.4	333	54.659	اندونيسيا
236.8	1563	329.616	كوريا الجنوبية
34.3	897	168.376	ماليزيا
20.8	159	122.532	التشيك
8.5	234	23.656	فلبين
26.6	203	37.165	بولونيا
44.8	426	267.745	جنوب إفريقيا
185.2	669	379.023	تايوان
117.2	405	118.705	تايلاند

المصدر: Factbook, 2004

2- مقومات الأسواق الناشئة

إن ما يميز الاقتصاديات هو درجة الانفتاح على السوق المالي وتدفق رؤوس الأموال ما ينشئ عنه علاقات مالية وارتباطها أساسا بجملة من الظروف والشروط التي تكون أساسا في الاستفادة من مزايا التحرير المالي.

أ- الطاقة الاستيعابية

استخدم هذا المفهوم في الفكر الاقتصادي للدلالة على نقص فرص الاستثمار وكما استخدم للدلالة على الحجم الأمثل للاستثمار عندما يترتب على تجاوز عدم زيادة الإنتاج بسبب عدم كفاية عوامل الإنتاج الأخرى التي تتعلق بتوافر الخبرات الفنية والإدارية ومستوى التقدم التكنولوجي، كما استعملت للدلالة على ضعف معدل التنمية الاقتصادية بالبلدان النامية⁹¹. تتمثل أهمية الطاقة الاستيعابية كأحد المقومات الأساسية للسوق المالي فهو يعكس حجم الفجوة ما بين الموارد المحلية وحجم التمويل الكلي اللازم للمشروعات⁹².

ب- المناخ الاستثماري⁹³

تعرض الكثير من الاقتصاديين لأهمية القصوى لإيجاد المناخ الملائم الاستثماري الذي أصبح يضاهاه العوامل الأخرى مجتمعة نظرا لاتصاله الوثيق بثقة المستثمر في مستقبل استثماره. وتتطلب الأشكال المتعددة للتدفقات الاستثمارية وخاصة الاستثمارات المباشرة إيجاد قدر كاف وواضح من المزايا والتسهيلات والإعفاءات سواء لدخول رأسمال أو خروجه أو تمويل عوائد أو إعطاء المستثمر حق الإقامة والعمل والتنقل وتعبئة العنصر البشري واستيراد المعدات والآلات اللازمة.

ج- المؤسسات المالية⁹⁴

على الرغم من قيام أسواق محلية في العديد من الدول النامية ومع اختلاف درجة اتساعها ومستوى تطورها فإن قنوات الاتصال بين هذه الأسواق مازالت محدودة وذلك للأسباب التالية:

- عدم تنوع الأدوات الاستثمارية بما يتناسب مع احتياجات المتعاملين؛
- ارتفاع معدلات الضرائب على الدخل الناتج عند اقتناء الأوراق المالية في الكثير من الدول النامية؛
- قلة المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية وخاصة شركات الاستثمار التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة؛
- عدم توافر الوعي الاستثماري بما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي العام؛
- ضيق أو انعدام السوق الثانوية مما يحد سيولتها وإقبال المستثمرين على اقتناء الأوراق.

⁹¹ H. Guittan, *Stagnation et croissance*, Revue d'économie et politique, N°195, p40.

⁹² إن احتياجات الدول النامية للتمويل قد تكون أكبر في ظروف تقل فيها فرص للإنتاج نظرا لاتساع حجم الأسواق والعائد المرتفع المنتظر تحقيقه.

⁹³ بن حاسين بن اعمر (2013)، *فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية*، رسالة دكتوراه غير منشورة، ص 165.

⁹⁴ أنطوان الناشف وخبيل الهندي (2008)، *العمليات المصرفية والسوق المالية*، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للنشر، ص 278.

د- حرية انتقال رؤوس الأموال

وهي من أهم المقومات الضرورية لإيجاد قنوات الاتصال، إذ تضطر الكثير من الدول المستوردة لرؤوس الأموال لفرض درجات متباينة من القيود على تحويل رؤوس الأموال بسبب أوضاعها الاقتصادية، إلا أن معالجة هذا الوضع لا يتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة على النقد بصفة كلية.

ثانيا: العائد والخطر في الأسواق الناشئة

بالنظر إلى فشل نماذج التقييم في تفسير تقلبات العوائد في الأسواق المالية الناشئة، يظهر على غرار ذلك الخطر المنتظم للأسواق المحلية وحتى الدولية أن يؤخذ بعين الاعتبار الأخطار الخاصة لكل سوق كالخطر السياسي، خطر عدم استقرار المالي والنقدي والتي تعد أخطارا ذات أهمية كبيرة. وفي هذا الإطار، تظهر أهمية البحث في إظهار أثر هذه الأخطار على عوائد الأسواق المالية الناشئة.

1- تطور الزوج عائد/خطر⁹⁵

عادة ما ينظر إلى الأسواق الناشئة على أنها أسواقا تتطوي على مخاطرة مرتفعة مقارنة مع الأسواق المتقدمة، فأزمات الائتمان التي كان مركزها الاقتصادية المتقدمة أحدثت تحولا في المفاهيم، ففجوة الخطر ينظر إليها على أنها أقل حجما ويدعي البعض أن الأسواق المتقدمة، هي الآن، أكثر خطورة.

وللتحقيق في ذلك قام بنك سويسرا، سنة 2009، معتمدا على بيانات تاريخية مستخلصة من MSCI التي تمثل الخطر والعائد لكل من الأسواق الناشئة والمتقدمة لثلاثة عقود. فقد أظهرت الدراسة تماثلا نسبيا في العوائد بين الأسواق الناشئة والمتقدمة وذلك ابتداء من السبعينيات، ولكنها دون المستوى في الفترة 1980-1990 أما في العقد الأخير فالعوائد المحققة في الأسواق الناشئة تفوق تلك المحققة في الأسواق المتقدمة. ولكن تجدر الإشارة إلى أن مستوى العائد قد تجاوز سقف 10% كل سنة.

أما درجة الخطر في كل من الأسواق الناشئة والمتقدمة تظهر مؤشر الأسواق الناشئة أكثر تقلبا من مؤشر MSCI ، بالرغم من أن الفجوة قد ضاقت إلى حد ما خلال العقد الأخير 1990-2000 فقد انحراف في الأسواق الناشئة مقدار 25% مقارنة مع انحراف مؤشر MSCI 17%.

⁹⁵ Rapport de Crédit de Suisse, op.cit, p 10.

فالتقلبات التي تشهدها الأسواق الناشئة الفردية يمكن تجاوزها من قبل المستثمرين وذلك بفضل تنويع محافظهم في الأسواق الناشئة، إذا فما مساهمة خطر السوق الناشئ على خطر محافظهم بشكل عام؟

إن مزايا التنويع وفرت دائما دافعا قويا للاستثمار في الأسواق المتقدمة والناشئة وتكون هذه المزايا عند ذروتها عندما يكون الارتباط بين الأسواق منخفضا. ومن خلال الدراسة التي أجريت على مجموع الأسواق الناشئة والمتقدمة خلال الفترة 1980-2009 استخلصت النتائج التالية:

- تغير معامل الارتباط بين عوائد سوقين ناشئين بين 0 و 0.55 سنة 2009 ولكنه يظل منخفضا مع أنه هناك فرصا للاستفادة من تشكيل محافظ متنوعة في الأسواق الناشئة؛
- تغير معامل الارتباط بين عوائد سوق متقدم وآخر ناشئ أوضح عن وجود علاقة قوية بينهما وذلك لوجود سببين أهمهما العولمة المالية وثانيهما فمئذ أزمة الائتمان سنة 1995 أدت إلى بروز أخطارا خاصة وهنا قد يفقد التنويع جزءا من مزاياه الخاصة.

2-الخطر الخاص

كما أشرنا سابقا إلى وجود أخطارا خاصة تنفرد بها الأسواق المالية الناشئة وأن تأخذ في الحسبان عند تقييم عوائد هذه الأسواق.

أ-الخطر السياسي

يعتبر الخطر السياسي انشغالا رئيسيا للمستثمرين الجانب من وجهة نظر عامة، وتدهور المحيط الاقتصادي من وجهة أخرى فعلى سبيل المثال قد تتأثر قيمة الاستثمارات في المحفظة والتدفقات الناتجة عن تغيير السياسة النقدية التي قد تحدث انقطاعا مفاجئا.

بالإضافة، قد يعرض المستثمرون الأجانب إلى قيود تفرض على تحويل رؤوس الأموال، المنتجات، التكنولوجيا أو التوقعات فيما يتعلق بالسياسات الاقتصادية، التشريعات والإجراءات الإدارية والحكومية والحركات الاجتماعية. كما تعد التقلبات في معدل النمو، معدل التضخم وسعر الصرف كجزء من الخطر السياسي لبلد ما. كما يمكن أن ينتج الخطر السياسي من سياسات التمييز بين المحليين والأجانب والرقابة على حركة رؤوس الأموال، فالنتائج المحتملة له تدفع بالاقتصاديات نحو التحكم في مدى اتساع هذا الخطر.

ب-خطر السيولة

تعد السيولة شرطا ضروريا لكفاءة السوق المالي لأنها تسرع وتسهل من عملية تبادل الأصول المالية. ففي السوق المالية أين يكون حجم المبادلات كبيرا يتيح للأعوان فرصة شراء وبيع الأصول المالية بالسعر العادل وبتحمل أقل التكاليف.

ومن هنا قد يستخلص أن خطر السيولة يتمثل في صعوبة إعادة بيع الأصول المملوكة، أو قد ينتج عن التششت بين القيمة الحقيقية وسعر إعادة البيع. في ظل هذه الشروط، فالسيولة وتكاليف المعاملات لهما تأثير على المرد ودية الفعلية من جهة وتغيرات العوائد المتوقعة من جهة أخرى. فمن خلال دراسة قدمها Chuchan (1992) أظهر فيها أن ضعف السيولة يعد من أهم الأسباب التي تمنع المستثمرين المؤسساتيين من الاستثمار في الأسواق النامية.

يمكن تحليل خطر السيولة على مستوى اقتصادي كلي، إذ أن الديون الأجنبية قصيرة الأمد لا يقابلها مستوى كاف من احتياطات النقد الأجنبي أو أن الحكومات تطبق قيودا للرقابة على أسواق الصرف. إذ يعد العجز في السيولة نتيجة عدم التوازن بين الديون الأجنبية والاحتياطي من النقد الأجنبي، وهذا التحليل الذي يعتمد في تفسير بعض الأزمات كأزمة المكسيك عامي 1994-1995 والأزمة الآسيوية عامي 1997-1998⁹⁶.

ج-خطر الصرف

يعرف على أنه الخسارة في قيمة الاستثمارات الناتجة بسبب التقلبات الحادة في سعر الصرف، وينطوي هذا الخطر على أهمية كبيرة خاصة مع الأزمات التي ظهرت في الاقتصاديات الناشئة خلال سنوات التسعينات حيث بروز التحرير المالي كمحدد لهذه الأزمات. إذ تعتبر البعض أن فرض قيود على حركة رؤوس الأموال كمخرج لتخفيض مخاطر سعر الصرف، بينما يرى البعض الآخر من أن فرض هذه القيود لا يعد من الحلول الجدية ولكن ينظر إليها في الواقع كمحفز للنمو الاقتصادي والذي بدوره يكون له تأثيرا على استقرار الصرف الأجنبي.

كما يمكن أن يكون ناتج عن اختيار نظام الصرف والفكرة الرئيسية هو أن كل نظام قد ينطوي في حد ذاته على سلبيات خاصة عدم الملائمة بالنسبة لنظام الصرف الثابت أو التقلبات غير المراقبة بالنسبة لنظام الصرف الموعوم. كما أن ربط عملة محلية بعملة أجنبية قوية يفقد البلد إمكانية الرقابة على السياسة النقدية الالتزام بحماية مقابل الصرف La parité de change أو الزيادة غير المتوقعة في معدل التضخم.

⁹⁶ شكلت الاحتياطات من النقد الأجنبي 60% من الديون الأجنبية في المكسيك وهذا ما حدث تقريبا في كلا من كوريا الجنوبية وتايلاند.

كما قد تكون هذه السياسة موضوع مضاربة ما قد يؤدي إلى تندهور متتالي للعملة المحلية كحالة الأرجنتين.

و-خطر البلد

لا توجد تعاريف واضحة لخطر البلد ولكن تم اعتماده على أنه يجمع بين الخطر السياسي، الخطر الاقتصادي والخطر المالي وتنشط حاليا عدة مؤسسات ومنظمات في مجال قياس خطر البلد منها:

International Country Risk Guide⁹⁸, Institutional Investor⁹⁹, S&P's and Euromoney⁹⁷, Moody's وعلى رأس هذه المنظمات منظمة الشفافية الدولية¹⁰⁰.

⁹⁷ ستاندرد آند بورز (S & P) هي شركة خدمات مالية ومقرها في الولايات المتحدة. وهي فرع لـ شركات مكغرو هيل التي تنشر البحوث والتحليلات المالية على الأسهم والسندات. ولها معروفة جيدا بمؤشراتاتها في سوق البورصة إس وبى 500 الأمريكية و S&P/ASX

200 الأسترالية و S&P/TSX الكندية و S&P/MIB الإيطالية والهندية S&P CNX Nifty كما أنها واحدة من وكالات التصنيف الائتماني الثلاث الكبار، التي تضم أيضا تصنيف كلا من وكالة موديز و مجموعة فيتش.

⁹⁸ مجموعة PRS شركة مقرها قرب سيراكيوز، نيويورك، وقد تم تأسيسها في عام 1979، ووضعها بين أقرب مقدمي الخدمات التجارية تتبؤات المخاطر السياسية والقطرية. في عام 2010، تم شراء المجموعة إستراتيجية الحد من الفقر، وشركة من قبل الرئيس التنفيذي لشركة / المالك كريستوفر ماكي، دكتوراه، الذي يحافظ على عمليات الشركة وأيضاً يشغل منصب ICRG محرر العام للقوات المسلحة. أصلاً الانقسام السياسي خدمات مخاطر من فروست أند سوليفان، شركة ثم من المجموعة IBC مقرها في المملكة المتحدة (المعروفة الآن باسم انفورما)، حافظت الشركة التركيز الأصلي على تحليل المخاطر السياسية واستقلت في عام 1999. واستشهد في عام 2008 بأنه " منظمة رائدة في تحليل مخاطر الاستثمار " من قبل المستثمر جيم روجرز، مجموعة PRS تقدم متميزتين، والمنهجيات المتاحة للجمهور مستقلة لتقييم المخاطر: خدمات المخاطر السياسية (PRS) والدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG). وتنتج الشركة مجموعة واسعة من المنتجات القائمة على هذه الأنظمة تقييم المخاطر اثنين. اشتراكات الانترنت لمنتجات إستراتيجية الحد من الفقر "وتغطي أكثر من 140 المتقدمة، الأسواق الحدودية الناشئة ومع التركيز الكمي لجميع تصنيفات المخاطر والتوقعات، وتقوم الشركة بتقييم تأثير البلاد والمخاطر السياسية على العمليات التجارية متعددة الجنسيات وعلى فئات الأصول الرئيسية.

⁹⁹ المؤسسة المستثمر PLC هي واحدة من أكبر منظمات الأعمال و لها مجلة مالية تهتم بالمجالات المالية للناشرين والتي لها مصالح في تنظيم الأحداث في أوروبا. وهي المكونة للمؤشر فاينانشال تايمز 250. و 70٪ مملوكة من قبل ديلي ميل وتراست جروب العامة.

تأسست الشركة من قبل السيد Patrick Sergeant في عام 1969 ركزت على مجموعة وسائل الإعلام الدولية للأعمال في القطاع المالي الدولي في المقام الأول. واصل باتريك لإدارة الأعمال حتى عام 1985 عندها أصبح رئيساً لها وتقاعد كرئيس في سبتمبر 1992 عين عندئذ الرئيس ومدير غير تنفيذي. وقد تم إدراج الشركة لأول مرة في بورصة لندن في عام 1986.

¹⁰⁰ منظمة الشفافية الدولية هي مجموعة من 100 فرع محلي، مع سكرتارية دولية في برلين، بألمانيا. تأسست في عام 1993 بألمانيا كمؤسسة غير ربحية، وهي الآن منظمة عالمية غير حكومية، وتدعو لأن تكون منظمة ذات نظام هيكلي ديمقراطي متكامل. وتقول المنظمة عن نفسها: **الشفافية الدولية هي منظمة مجتمع مدني عالمية تقود الحرب ضد الفساد. تجمع الناس معاً في تجمع عالمي قوي للعمل على إنهاء الأثر المدمر للفساد على الرجال، النساء والأطفال حول العالم. مهمة الشفافية الدولية هي خلق تغيير نحو عالم من دون فساد. ترفض المنظمة فكرة تفوق الشمال فيما يتعلق بالفساد وتلتزم بكشف الفساد حول العالم. منذ العام 1995 بدأت بإصدار مؤشر فساد سنوي Corruption : CPI Perceptions Index وهي تنشر أيضاً تقرير فساد عالمي، هو باروميتر الفساد العالمي ودليل دافعوا الرشوة. لكن فرع الولايات المتحدة لم يُعلق أبداً على أية قضية فساد حصلت في الولايات المتحدة في كل إصداراته، وقام الفرع بأخذ المال من شركة بوينغ، التي كان مديرها التنفيذي سجن بسبب قضايا فساد. المنظمة لا تتولى التحقيق على قضايا فساد معينة أو لأفراد، بل تطور وسائل مكافحة الفساد وتعمل مع منظمات المجتمع المدني، الشركات والحكومات لتنفيذها هدفها المنظمة هو أن تكون محايدة وتقوم بعمل ائتلافات لمحاربة الفساد. نجاح المنظمة هو وضع موضوع الفساد على قائمة أجندة العالم. مؤسسات دولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي تنظر للفساد كعقبة رئيسية للتنمية، في حين انه لما قبل العام 1990 هذا الموضوع لم يكن يؤخذ به بشكل كاف. المنظمة لعبت أيضاً دور أساسي في تقديم ميثاق الأمم المتحدة ضد الفساد واتفاقية منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD) ضد الرشوة. وقد قامت لجنة من المحققين في التحقيق في فضيحة رشوة هذه المؤسسة**

تقييم خطر البلد

يعد مؤشر المصداقية الوطنية المقترح من طرف Institutional Investor يشمل على 24 متغيرة تعكس الخطر السياسي، الاقتصادي والمالي. يعتمد في إعداد هذا المؤشر على طريقة Score بالاعتماد على العلاقة التالية: $R_{Pay} = 0.5(R_P + R_E + R_F)$

جدول 1-6: المتغيرات في مؤشر المصداقية الوطنية

المتغيرات	الحد الأقصى	نسبة في المؤشر المركب
• الخطر السياسي	100	50
التوقعات الاقتصادية	12	6
فشل المخططات الاقتصادية	12	6
أداء السياسيين	12	6
الصراعات الخارجية	10	5
الفساد داخل الحكومة	6	3
وضع الأحزاب الدينية	6	3
القانون والتقاليد	6	3
الصراعات العرقية	6	3
الإرهاب السياسي	6	3
الحروب الأهلية	6	3
تطور الأحزاب السياسية	6	3
درجة و نوعية البيروقراطية	6	3
وضعية وزارة الدفاع تجاه السياسات	6	3
• الخطر المالي	50	25
تسديد القروض	10	5
التأخر في دفع القروض	10	5
تنفيذ العقود من قبل الحكومة	10	5
خسارة الصرف	10	5

5	10	المصادرة و التأمين
25	50	• الخطر الاقتصادي
5	10	التضخم
5	10	الاقتراض
2.5	5	نسبة السيولة الدولية
2.5	5	التجارة الخارجية
7.5	15	الحساب الجاري نسبة من السلع والخدمات
2.5	5	مؤشرات سوق الصرف

المصدر: Institutional Investor عن الموقع: www.institutionalinvestorsalpha.com

3-تطور الأسواق الناشئة

بدأت الموجة الحديثة من العولمة جديا في منتصف الثمانينات وحفزها تحرير الضوابط على رأسمال في دول كثيرة توقعا لتحقيق نتائج أفضل للنمو وثبات الاستقرار في الاستهلاك قد تغير بصورة ملحوظة¹⁰¹. لقد أصبح الاستثمار الأجنبي المباشر اليوم المصدر السائد لتدفقات رأسمال الخاص لاقتصاديات الدول الناشئة، كذلك الزيادة المهمة في تدفقات أسهم رأسمال وانخفاض في الديون ومن المفترض أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وأسهم المحافظ أكثر استقرار وأقل تعرضا للتقلبات¹⁰². ويعتقد أنها تجلب للدولة المضيفة الكثير من المنافع كنقل الخبرات الإدارية والتكنولوجية ، وعلى نقيض من ذلك فإنه من المسلم به على نطاق واسع أن تدفقات الديون أكثر خطرا، وبصفة خاصة، فإنها تسير التقلبات الدورية بصورة عالية إذ يمكن أن تزيد من التأثير المعاكس للصدمات السلبية على النمو الاقتصادي¹⁰³.

أشكال التدفقات الرأسمالية

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه استثمار طويل المدى يتضمن مصلحة دائمة وسيطرة من كيان مقيم في اقتصاد ما على مشروع مقام في اقتصاد آخر وللاستثمار الأجنبي المباشر الصور التالية:
أ- رأسمال سهمي: وهو مبلغ التمويل الذي يقدمه المستثمر الأجنبي لشراء حصة في مشروع في بلد مضيف للاستثمار الأجنبي.

¹⁰¹ Koses et al(2007) , Finances et Développement, p 9. العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم ,

¹⁰² D.Mishra, A.Mody et al(2001) , *Flux des Capitaux Privés et Croissance*, Finances et Développement, p 2-5.

¹⁰³ Koses et al, op.cit, p 14.

ب-الأرباح المعاد استثمارها: تشمل على حصة المستثمر الأجنبي من أرباح غير الموزعة وغير محولة للمستثمر الأجنبي.

ج-قروض داخل الشركة: تتضمن هذه الفئة معاملات الدين داخل الشركة القصيرة والطويلة الأجل من الدول والشركات الأخرى.

أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فيأخذ شكلا أساسيا في تملك الأجانب للأسهم والسندات الخاصة والحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة ويأخذ الصور التالية:

أ-ADR و GDR تعد إيداعات بنكية تحمل خصائص الأسهم العادية وتعطي لحاملها الحق بتحويلها إلى أسهم شركات درجة بالسوق المالية بالبلد الناشئ.

ب-صناديق الاستثمار: والتي تعرف باسم Fonds de Pays تصدر أسهما بالسوق المحلية كما أنها تمتلك في نفس الوقت أصولا مالية بالسوق المالية الناشئة، وبهذا يستطيع المستثمر الأجنبي شراء أسهم بسهولة والتي تعود لصناديق الاستثمار.

بالإضافة إلى القروض التي تكون عادة في شكل إصدارات لسندات في سوق السندات الأوروبية والاستثمار كذلك في المحافظ المالية.

وقد اعتمد الباحثون في تحديد تواريخ رسمية للانفتاح المالي للدول الناشئة على أساس دخول أول استثمار أجنبي مباشر أو غير مباشر بدخول أول ADR و GDR أو أول دخول لصندوق استثمار.

اعتمادا على دراسة كلا من H.Bekaert وزملائه سنة 1998 ودراسة لكل من Kim و Single سنة 2000 وذلك لتحديد تاريخ التحرير المالي.

جدول 1-7: تواريخ التحرير المالي لاقتصاديات الناشئة

Kim et Single (2000)	Bekaert et Harvey (1998)				السوق
	(4)	(3)	(2)	(1)	
89-11	93-04	91-16	91-08	98-11	الأرجنتين
-	-	-	-	91-06	بنغلادش
91-05	86-06	87-10	92-01	91-05	البرازيل
89-10	88-01	89-09	90-03	92-01	الشيلي
91-02	93-08	92-05	92-12	91-02	كولومبيا
86-08	86-12	88-09	88-08	87-12	اليونان
92-11	93-04	86-06	92-02	92-11	الهند
89-09	93-06	89-01	91-04	89-09	إندونيسيا
-	-	92-10	87-08	93-11	إسرائيل

-	-	-	93-06	91-09	جاميكا
78-01	-	-	97-12	95-12	الأردن
-	-	-	-	95-11	كينيا
92-01	90-03	84-08	90-11	92-01	كوريا الجنوبية
-	92-04	87-13	92-08	88-12	ماليزيا
89-05	90-05	81-06	89-01	89-05	المكسيك
-	-	-	96-04	88-06	المغرب
-	-	-	98-05	95-08	نيجيريا
91-02	93-04	91-07	94-09	91-02	باكستان
86-03	90-01	87-05	91-03	91-06	الفلبين
86-07	94-08	87-09	90-06	86-07	البرتغال
91-02	92-08	86-05	91-12	91-01	تايوان
88-08	88-07	85-07	91-01	87-09	تايلاند
89-08	89-12	89-12	90-07	89-06	تركيا
90-01	94-02	-	91-08	90-01	فنزويلا
93-09	-	-	-	93-06	زيمبابوي

المصدر: Bekaert et Harvey, 1998 et Kim et Single, 2000

(1): التاريخ الرسمي للتحرير.

(2): تاريخ دخول أول ADR.

(3): تاريخ دخول أول صندوق استثماري.

(4): تاريخ التوقف المفاجئ من التدفقات الرأسمالية من و.م.أ.

وقد أوضح صندوق النقد الدولي في تقريره حول الاستقرار المالي العالمي، 2011، طفرة التدفقات الرأسمالية نحو اقتصاديات الاقتصاديات الناشئة. فقد ازدادت الأساسيات الاقتصادية قوة في بعض الأسواق الناشئة الرئيسية بينما انخفضت أسعار الفائدة في البلدان المتقدمة مما أدى إلى ارتداد التدفقات الرأسمالية بعد انخفاضها الملموس في أوج الأزمة المالية، ويمثل صافي التدفقات نحو الاقتصاديات الناشئة 4% من إجمالي الناتج المحلي. فعلى سبيل المقارنة وصلت التدفقات نحو الاقتصاديات الناشئة قبل وقوع الأزمة إلى 6% من إجمالي الناتج المحلي.

وصاحب التدفقات الرأسمالية ارتفاع كبير في حصص رأسمال وإصدار السندات الأمر الذي ربما قد أدى إلى تقليص بعض آثارها على أسعار الأصول، وقد تكون هذه التدفقات مدفوعة جزئياً بالعوامل الهيكلية التي استندت إليها المؤسسات الاستثمارية في اتخاذ قرارات توزيع الأصول. ومع هذا تأتي هذه التدفقات مدفوعة بتوقعات المستثمرين بتحقيق أرباح من خلال فروق أسعار الفائدة والتوقعات السائدة بارتفاع أسعار الصرف وغالباً ما تقترن هذه التوقعات بالسياسات الرامية إلى الحد من ارتفاع سعر الصرف.

وعادة ما تحقق التدفقات الداخلة منافع للبلدان المتلقية غير أن استمرارها يمكن أن يفرض ضغوطاً على الطاقة الاستيعابية للنظم المالية المحلية، واتسمت تدفقات التجزئة نحو صناديق الاستثمار المشترك في سندات الديون والسهم بقوتها لاسيما في حالة صناديق أسهم رأسمال ومن شأنها أن تؤدي إلى تكوين فقاعات أسعار الأصول في حالة محدودية المعروض من الأصول المحلية.

ويمكن أن تؤدي التدفقات الداخلة إلى تزايد سرعة مديونية القطاع الخاص في البلدان المتلقية إذ تقترب ديون القطاع الخاص غير المالي في بعض اقتصاديات آسيا وأمريكا اللاتينية من الحد الأقصى للنسب التي بلغت بين عامي 1992-2010 مثل البرازيل، الصين، الشيلي، الهند وكوريا الجنوبية. ومن السمات الأخرى التي تميزت بها التدفقات الرأسمالية الكبيرة اتساع إمكانية نفاذ الكيانات الأقل جودة في السوق لإصدار سندات الدين فينخفض بالتالي متوسط جودة الأصول في حيازة المستثمرين، وشهد العامان 2009-2010 ارتفاع نسبة سندات الدين الصادرة عن كيانات الائتمان الأقل مرتبة.

يبين الجدول الموالي مكونات التدفقات من الاستثمارات الصافية نحو البلدان النامية.

جدول 8-1: هيكل التدفقات المالية الصافية (المتوسطات السنوية)

التدفقات	80-77	84-81	89-85	92-30	96-94
تحويلات عامة	37	43	70	40	19
تحويلات خاصة	63	57	30	60	75
قروض مصرفية	44	42	3	10	12
سندات	3	2	1	10	14
محافظ مالية	0	1	4	11	15
استثمارات مباشرة	16	12	22	29	40

المصدر: منظمة التعاون الاقتصادي، نقلا عن La Jacques Add, **La Mondialisation de L'économie**, Découverte, p39.

وما يلاحظ حول هذا الجدول هو الانخفاض الواضح في حجم التدفقات خلال الفترة 85-89 وهي فترة حرجية نتيجة انخفاض أسعار البترول. بصفة عامة، فإن هناك توجه نحو زيادة لحجم التدفقات الرأسمالية إلا أنه منذ نهاية الثمانينات ومع تعاظم الركود والانكماش والأزمة في البلدان الصناعية الغنية تهاوى حجم التدفقات من 57% إلى 30% وبلغت ذروتها مع إزالة الحواجز أمام حركة رؤوس الأموال من 60% خلال 90-92 إلى 81% بين 94-96 تزامنا مع الأفكار الداعية إلى اقتصاد حر لريغن و تاتشر.

وقد كان للأزمة الآسيوية 97-98 أثرا على إصدارات الأصول المالية في الأسواق الناشئة بالانخفاض الشديد في إصدارات الأصول من 126 مليار دولار سنة 97 إلى 79.8 مليار دولار سنة 98، ما يعني انخفاضا بمقدار 45.83% بالرغم من العودة في إصدار الأصول والجدول التالي يوضح تمويل الأسواق الناشئة خلال الفترة 97-2003.

جدول 9-1: تمويل الأسواق الناشئة خلال 97-2003 (مليار دولار)

الأسواق	97	98	99	2000	2001	2002	2003
سندات	126.2	79.5	82.4	80.5	89.00	61.6	97.1
أسهم	26.2	9.4	23.2	41.8	11.2	16.4	28

المصدر: عن البنك الدولي للتنمية والتعمير، Factbook, 2004.

ومن المفارقة أن الأسواق الناشئة أصبحت موردا رئيسيا لرأسمال للأسواق المتطورة، فقد شهدت الأسواق الناشئة نمو حصتها بشكل كبير بفضل فوائض الحساب الجاري في آسيا ومصدري النفط وتتم هذه التدفقات أساسا في شكل تدفقات للاحتياطيات الرسمية إلى و.م.أ في أوراق مالية طويلة الأجل¹⁰⁴. ويوضح الجدول الموالي تطور احتياطي الصرف للأسواق الناشئة والذي له دلالة على أهمية المبادلات مع بقية العالم.

جدول 10-1: حجم احتياطي الصرف للأسواق الناشئة

البلد	حجم الصرف مليار دولار	النسبة من الحجم العالمي
-------	-----------------------	-------------------------

¹⁰⁴ مانجال جوسوامي وزملائه (2007)، تدفقات رأسمال العالمي - صورة عن قرب، مجلة التمويل والتنمية، ص 14-15.

الصين	1548	23.7
روسيا	502	7.8
الهند	293	4.6
تايوان	278	4.3
كوريا الجنوبية	262	4.1
سنغافورة	172	2.7
البرازيل	172	2.7
هونغ كونغ	160	2.5

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على قاعدة البيانات للبنك الدولي للتنمية والتعمير.

وقد هيمنت على تدفقات رأسمال من الأسواق الناشئة إلى الأسواق المتطورة احتياطات البنوك المركزية وأموال الثروات السيادية وذلك لاختلال التوازنات المالية في السنوات الأخيرة ومع عجز متزايد في الحساب الجاري للولايات المتحدة، وقد دعمت جاذبية الأسواق المالية للولايات المتحدة التدفقات الوافدة التي مولت عجز الحساب الجاري.

جدول 1-11: فترات الركود للولايات المتحدة الأمريكية

فترة الركود	المدة (بالأشهر)	تطور PIB (%)	معدل البطالة	تطور مؤشر S&P
جانفي 80	6	-2.2	1.5	6.6%
جويلية 81	16	-2.8	3.6	5.8%
جويلية 90	8	-1.3	1.3	5.4%
مارس 2008	8	0.2	1.2	1.8%

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على قاعدة البيانات للبنك الدولي للتنمية والتعمير.

المبحث الرابع: المزايا النظرية للعولمة المالية على الاقتصاديات الناشئة

في التقرير السنوي للجهاز التنفيذي للمؤسسة المالية الدولية، 1993، والذي جاء بعنوان "Emerging Markets Factbook" أقر بشكل واضح على اعتبار العولمة المالية كمحرك للتنمية في الاقتصاديات الناشئة بإدخال تغيرات هيكلية على أسواق هذه الدول والمساهمة في رفع مردود أسواقها المالية بخفض

تكاليف رأسمال والاستفادة من مزايا التنويع الدولي، إلى جانب ذلك جعل الأسواق أكثر كفاءة على المدى البعيد.

أولاً: العولمة المالية والنمو الاقتصادي

قد حددت النماذج النظرية عدداً من القنوات التي يمكن من خلالها للتكامل المالي من تعزيز النمو الاقتصادي، ولكن ثبت أنه من الصعب التعرف على العلاقة السببية بين درجة التكامل المالي والنمو الاقتصادي.

1-المزايا النظرية للعولمة المالية

نظرياً، هناك العديد من القنوات المباشرة وأخرى غير مباشرة لاعتماد مساهمة العولمة المالية في تحسين النمو الاقتصادي في الاقتصاديات الناشئة، وهذه القنوات مترابطة وهذا التحديد مفيد لدراسة الأدلة التجريبية لأهمية كلا منهما.

1-1-القنوات المباشرة

وتتضمن مايلي:

أ- **الزيادة في المدخرات المحلية:** من المتعارف عليه أن تدفقات رأسمال بين الشمال والجنوب من حيث المبدأ تحقق مصالح الطرفين، إذ يسمح بزيادة حجم الاستثمارات للبلدان التي بحاجة لرأسمال في نفس الوقت الذي توفر فيه معدلات لعائد أعلى من الممكن الحصول عليه للبلدان الغنية. هذا ما يقلل بشكل فعال سعر الفائدة الخالي من المخاطرة في الاقتصاديات الناشئة¹⁰⁵.

ب- **خفض تكلفة رأسمال عن طريق تنويع أفضل للمخاطر:** تبنت نماذج تسعير الأصول الرأسمالية أن تحرير السوق يحسن من تنويع المخاطر وذلك بزيادة الفرص المتاحة لتقاسم المخاطر بين المقيمين والمستثمرين الأجانب. إن إمكانية تنويع المخاطر بدورها تشجع الشركات على زيادة قدرتها الإجمالية للاستثمار وبالتالي تعزيز النمو. من ناحية أخرى، إن تدفق رؤوس الأموال يجعل من السوق أكثر سيولة ما ينتج عنه انخفاضاً في علاوة الخطر وإجمالاً تخفيض تكلفة رأسمال¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Solnik.B (1974), *Why Do Not Diversify Internationally rather than Domestically*, Financial Analyse Journal, Vol 30, pp 48-54.

¹⁰⁶ Solnik.B (1983), *The International Arbitrage Pricing Theory*, Journal of Finance, Vol 38, pp 449-457.

ج-نقل التكنولوجيا: يبدو أن الاقتصاديات الناشئة لها حصص غير متناسبة في جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والتي قد تؤدي إلى نقل التكنولوجيا وعلى نقل أفضل الممارسات الإدارية والتسيير الذين لهما دور في تحفيز النمو الاقتصادي.

د-تطوير القطاع المالي المحلي: علاوة على زيادة السيولة في أسواق الأسهم المحلية، ينتج عن المشاركة الأجنبية في المصارف المحلية فوائد أخرى كتسهيل الدخول إلى أسواق المال والمساعدة في تحسين الإطار التنظيمي والسيطرة على القطاع المصرفي المحلي. في كثير من الأحيان تقوم المصارف الأجنبية بمجموعة متنوعة من الأدوات والتقنيات المالية الجديدة إضافة إلى استخدام التكنولوجيا ما يؤدي إلى تحسين الخدمات المالية المحلية وتعزيز المنافسة¹⁰⁷.

1-2-قنوات غير مباشرة

ونخص بالذكر:

أ-الترويج والتخصيص: إن فكرة التخصيص في الإنتاج ترفع من الإنتاجية، ومع ذلك، في غياب لهيكل لإدارة المخاطر سوف ينتج عنها درجة عالية من التخصيص تؤدي إلى تقلبات في الإنتاج وبالتالي الاستهلاك، وما يؤدي أيضا إلى ارتفاع معدلات الادخار العام وانخفاض معدلات الاستثمار¹⁰⁸.

من حيث المبدأ يمكن للعولمة المالية أن تلعب دورا هاما في مساعدة الدول على تقاسم المخاطر وبالتالي الحد من تقلبات الاستهلاك وتحفز بدورها التخصيص الذي من شأنه رفع معدلات النمو.

في الواقع يلاحظ أن التخصيص يرافقه تقاسم المخاطر في البلدان المتقدمة والناشئة ينتج عنه سياسات اقتصادية أفضل¹⁰⁹.

ب-الانضمام في سياسات اقتصادية أفضل: يحقق التكامل المالي الدولي زيادة الإنتاجية في الاقتصاد

من خلال التأثير على قدرة الدولة على الالتزام بالمصادقية في إتباع أجندة السياسة العامة . وبشكل أكثر فالانضباط المفروض من التكامل المالي يمكن له أن يغير من آليات الاستثمار حيث أنه يؤدي إلى إعادة

¹⁰⁷ Caproi et Honoban(1999), *Restoring Banking Stability beyond Supervised Capital Requirement*, Journal of Economic Perspectives, Vol 13, pp43-64.

¹⁰⁸ Brainard et Cooper (1968), *Uncertainty and Diversification of International Trade*, Food Research Institute Agricultural Economics Trade and Development, Vol 8, p257.

¹⁰⁹ Imbs et Wacziarg(2003), *Stages of Diversification*, Forthcoming in the American Economic Review.

توزيع رأسمال نحو أنشطة أكثر إنتاجية في استجابة للتغيرات في سياسات الاقتصاد الكلي. فالحكومات عادة ما تميل إلى فرض ضرائب على رأسمال المادي وهذا التوجه من المحتمل أن يؤدي إلى تثبيط الاستثمار والحد من النمو¹¹⁰.

ج-الإشارات (Signaux): يمكن أن يترجم التحرير المالي على أنه إشارة فسياساته تعد أكثر ملائمة للاستثمار الأجنبي المباشر التي تتمثل في إلغاء القيود على تحركات رأسمال من شأنها زيادة حجم رؤوس الأموال المتدفقة وفي ذلك نذكر على سبيل المثال: مصر، كولومبيا، اسبانيا، ايطاليا وغيرهم¹¹¹.

2-الدراسات التجريبية

إن اندماج الاقتصاديات الناشئة في النظام الدولي، خاصة عند تخفيف القيود على تحركات رؤوس الأموال واعتماد تحويل العملات، فإلغاء الرقابة على حركة رؤوس الأموال يسمح للشركات والأفراد بالدخول إلى أسواق المال وبالتالي زيادة الموارد المتاحة للتجارة والاستثمار. ومع ذلك تعرضت هذه الاقتصاديات إلى اضطرابات في أسواق المال الدولية وتحديدًا سوق الصرف التي تؤثر على التوازنات الاقتصادية الكلية¹¹².

إن البلدان الناشئة، التي تسعى إلى تحرير حركات رؤوس الأموال، وضعت انشغالا أساسيا لأثر زيادة حجم التدفقات الرأسمالية على النمو الاقتصادي، وبصفة خاصة، على مركزها التنافسي الدولي والاستقرار الاقتصادي ونظامها المالي. وهناك العديد من الدراسات تدرس العلاقة بين التكامل المالي والنمو الاقتصادي، ذات أهمية خاصة، وليس من المستغرب أن آراء المفكرين والباحثين تختلف حول هذه المسألة بشأن الاستنتاجات النظرية.

فالبعض يؤكد على الأثر الايجابي للعولمة المالية على النمو الاقتصادي كعامل أساسي لنقل التكنولوجيا، التخصص وتراكم رأسمال و البعض الآخر يعتقد أن الدفاع عن فكرة التحرير المالي لا تعزز المكاسب الاقتصادية وبالتالي ليس لها أثر واضح على النمو الاقتصادي. إن الاختلاف بين النتائج النظرية يمكن تفسيرها بعدم التجانس في العينات المدروسة. والجدول الموالي يلخص أهم الدراسات التجريبية وأثرها على النمو الاقتصادي.

¹¹⁰ Gourinchas et Jeanne (2003 b), *The Exclusive Gains from International Integration*, Working Paper N° 9684, Combridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.

¹¹¹ Bartolini et Drazem (1997), *Capital Account Liberalization as a Signal*, American Economic Review, Vol 87, pp 54-138.

¹¹² فرغ أسعار الفائدة بهدف التحكم في التضخم ورفع قيمة العملة الوطنية الاسمية والحقيقية الأمر الذي يولد العجز في الحساب الجاري للبلدان النامية.

جدول 1-12: ملخص لأهم الدراسات التجريبية

الدراسة	عدد البلدان	فترة الدراسة	أثرها على النمو
Grilli et M.Ferrithi (1994)	20	89-50	دون أثر
Grilli et M.Ferrithi (1995)	61	89-66	دون أثر
Quirna (1997)	58	89-75	أثر ايجابي
Kraay (1998)	117	97-85	دون أثر
Rodrick (1998)	95	89-75	دون أثر
Klein et Olivie (2000)	أكثر من 92	95-86	أثر ايجابي
Ghanda (2001)	116	95-76	أثر غير واضح
Eichengreen et al (2001)	59-51	92-73	أثر غير واضح
Bekaert et al (2001)	30	97-81	أثر ايجابي
Edwards (2001)	62	سنوات 80	دون أثر
Edison et al (2002)	أكثر من 89	95-73	دون أثر
Bekaert et al (2005)	مجموعة من البلدان	97-80	أثر ايجابي
Benfiglioli (2008)	7	99-75	أثر ايجابي
Klein et Olivie (2008)	مجموعة من البلدان	95-76	أثر ايجابي

المصدر: من إعداد الباحثة.

كما أشرنا سابقا، تتفق الكثير من النظريات أن التكامل يعزز من النمو الاقتصادي وتوفير فرصا لتنويع المخاطر وتخصيص الموارد، والتحليل الذي قدمه Shaw و Mackinon سنة 1973 بتطوير دور القطاع المالي في تعبئة المدخرات وبالتالي تحسين النمو. وقد بينت الدراسة أن القمع المالي¹¹³ يؤدي إلى تثبيط الادخار وسوء في توزيع الموارد مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستثمار.

وهو الحال بالنسبة لكل من: (1999) Blomstrom, (2000) Baillui, (1999) Markusen يمكن زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال أثر " **Effets Spillover** " للاستثمار الأجنبي المباشر في نقل التكنولوجيا

¹¹³ بالنسبة إليهما يقصد بالقمع المالي تطبيق معدلات فائدة منخفضة أو سالبة أحيانا.

والتخصيص في الإنتاج وتخصيص رأسمال، وهذه العلاقة الايجابية لا تصح إلا في ظروف معينة برفع القيود لحفز الاقتصاد الحقيقي¹¹⁴.

بين كلا من: (2008), Klein et Olivie (2008), Haring (2008), Baillui (2001) أن تحرير رأسمال يؤدي إلى تحسين النمو الاقتصادي من خلال تطوير أداء القطاع المالي ما يشجع على المنافسة وتحسين الوساطة المالية عن طريق التوجيه الأمثل للمدخرات نحو الاستثمارات الإنتاجية ما يعني تقليل المخاطرة عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية.

درس (2001) O'Donnell أثر تحرير حساب رأسمال باستخدام التدابير القائمة على قواعد الصندوق الدولي والتدابير الكمية للانفتاح. وقد ثبت أن المقاييس النوعية تميل إلى تخفيض درجة الانفتاح لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار طبيعة ومختلف أنواع الرقابة غير أن المقاييس الكمية أوضحت نتيجة مغايرة.

من خلال استعراض للأدبيات المالية، يظهر أنه من الصعب إيجاد علاقة سببية قوية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي¹¹⁵ وخلصت مجموع الدراسات السابقة إلى نتيجة أساسية تتوقف على درجة التحرير المالي وتطور البلد، وجود نظام مالي قوي، الشفافية في الإفصاح والطرق والممارسات المحاسبية الدولية وغيرها¹¹⁶.

وما يمكن التوصل إليه هو أن التحرير المالي ليس شرطاً كافياً لتحقيق النمو الاقتصادي. فعلى سبيل المثال فالأردن والبيرو من البلدان التي تعتمد بدرجة كبيرة على رؤوس الأموال الأجنبية، فبدلاً من تحقيق النمو، تراجعت المدخرات المحلية خلال الفترة 1980-2000 وعلى العكس من ذلك فيما حققته بوستوانا وجزر الموريس من معدلات نمو مرتفعة خلال نفس الفترة رغم أن كليهما منغلقة تجاه رؤوس الأموال الأجنبية. وعلى الصعيد نفسه، فإن كلا من الصين والهند حققت معدلات نمو قوية بالرغم من تحرير محدد وانتقائي لحساب رأسمال.

ثانياً: العولمة المالية وتكلفة رأسمال

¹¹⁴ Obstfeld (1994), *The Logic of Currency Crises*, Cahiers Economiques et Monétaires, Banque de France, n° 43, pp 1-2.

¹¹⁵ Kose et al (2003), *How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?* American Economic Review Papers and Proceeding, Vol 93, pp 57-62.

¹¹⁶ خلص الباحثون إلى أن الفروق تتأتى من الاختلافات في معدلات الإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج والتي يمكن تفسيرها باختلاف البنية التحتية، الحكم الراشد، حالة الملكية واحترام وحماية حقوق الملكية إلى جانب نوعية المؤسسات الاقتصادية والسياسية.

بينت نظرية المحفظة المالية أنه يمكن تخفيض المخاطر غير المنتظمة من خلال التنويع، فهي تقدم تقييماً أفضل للزوج عائد/ خطر بدلاً من التقييم لورقة مالية واحدة. في الواقع، على غرار المحافظ المالية، فالعائد عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المختلفة المكونة لهذه المحفظة والخطر في كثير من الأحيان أقل من المخاطر لكل ورقة مالية على حدة. وكلما كان معامل الارتباط منخفضاً أدى ذلك إلى ارتفاع عائد المحفظة، بالإضافة فقد بينت الدراسات أن الارتباط بين مؤشرات السوقية للأسواق المحلية، هي بشكل عام، أقل من معاملات الارتباط بين أصليين ماليين من نفس السوق¹¹⁷. فيمكن الاستفادة من استراتيجيات تنويع المحفظة المالية الدولية وذلك بتخفيض مخاطر المحافظ المحلية.

ومع ذلك، في السنوات الأخيرة، فقد أدت العديد من الإصلاحات في الأسواق المالية في البلدان الناشئة نحو المزيد من الانفتاح المالي إلى دعم الترابط وزيادته بين الأسواق المحلية. ومن شأن هذه الزيادة أن تؤثر، في الواقع، على المزايا المحققة من التنويع الدولي وتستند هذه الفوائد على العلاقات المتبادلة بين الأسواق. فزيادة درجة التكامل المالي تجعل من الأصول المالية أكثر حساسية لعوامل المخاطرة الدولية وبالتالي فإن المكاسب الإضافية من التنويع ترتبط ارتباطاً مباشراً بمستوى التكامل المالي. وبهذا فإنه يجعل من تنويع المحفظة بشكل فعال ما يعني تخصيص الموارد نحو الاستثمارات الإنتاجية وبالتالي انخفاض علاوة الخطر وبشكل عام انخفاض التكلفة الإجمالية لرأس المال¹¹⁸.

1- التيار الأول من الدراسات

يهدف إلى قياس أثر العولمة المالية على خفض تكاليف رأس المال ومدى الاستفادة من مزايا التنويع، وفي هذا الصدد فقد ظهرت العديد من الدراسات وأهمها¹¹⁹:

يعد كلا من Taylor و Tonks أول من قام، عام 1969، بتطبيق التكامل المشترك بين متغيرين في أسواق المملكة المتحدة و و.م.أ بعد إلغاء الضوابط المفروضة على أسعار الصرف للعملة الأجنبية عام 1979. وفي هذا السياق، كان Kosa، 1992، أول من طبق أسلوب التكامل المشترك متعدد المتغيرات في خمس أسواق مالية لأجل تقدير المكونات الأساسية لسلسلة زمنية لمؤشر البورصة ولتحديد اتجاه مشترك واحد¹²⁰.

¹¹⁷Edison et al , (2002), *International Financial Integration and Economic Growth*, Journal of International Money and Finance, Vol 21, pp 749-750.

¹¹⁸Edison et al, op.cit, p751.

¹¹⁹ Sarkar.A et al (2002), *Diversification benefits of Emerging Markets Subject to Portfolio Constraints*, Journal of Empirical Finance, Vol 189, pp 1-24.

¹²⁰ عندما يكون للأسواق المالية اتجاه عام واحد مشترك يعني أن هذه الأسواق مرتبطة ومتكاملة تماماً وبالتالي على الأفاق البعيدة فإنه لا توجد مكاسب للتنويع الدولي.

إلى جانب ذلك، فقد استخدم كلا من Eun و Shin (1989)، Kocket (1991)، Roll (1992) و Solnik و Longin (1995) تقنيات الاقتصاد القياسي الأكثر تقدماً لقياس العلاقات المتبادلة بين البلدان وأدت إلى وجود ارتباط بين أسواق الأسهم الدولية.

كما ركزت بعض الدراسات الأخرى على تطور التكامل بين أسواق المال وبخاصة الدراسة التي قام بها كلا من Bekaert و Harvey سنة 1995 ومن خلالها تم تحليل ودراسة العوائد والتباينات الشرطية لفترة محددة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وتم الاتفاق على أن العوائد الشرطية لسوق معين تتأثر بالتباين المشترك: تقلبات في عوائد محفظة السوق وعوائد المحفظة العالمية المرجعية ومن ناحية أخرى تباين عوائد السوق لبلد معين ولأجل ذلك استخدم نظام التمهيد الشرطي لتقدير درجة التكامل خلال فترة الدراسة. وخلصت الدراسة أن الأسواق المجزأة أصبحت أكثر اندماجا ولكن ليس هو الحال في كثير من الأحيان إذا ما تمت في ظل المعلومات الخاصة بكل بلد.

في الدراسة التي قام بها Mei و Ammur سنة 1996 أن الروابط الاقتصادية والمالية قوية، ولكن تعرف تأخراً بسبب عملية التحول نحو اقتصاديات السوق. في دراسة قام بها Ravazzob و Phylaktis عام 2000 تهدف لقياس الاندماج المالي من خلال تحليل التباين المشترك لفائض عوائد أسواق رأسمال المحلية للاقتصاديات الناشئة لدول جنوب شرق آسيا للفترة 1980-1998 وقد رافق الاندماج المالي اندماجا اقتصاديا أيضا.

أوضح Hogan وزملائه عام 2001 أثر التطورات التقنية الإحصائية على لتحليل ظاهرة الاندماج المالي باستخدام تقنية GARCH التي تقيس مدى استجابة الأسواق للابتكارات والصدمات.

فسر Bekaert و Harvey سنة 2000 و Yi سنة 2003 أن ارتفاع درجة التكامل المالي بين الأسواق تعود، بصفة غالبية، إلى دور المستثمرين الدوليين في أسواق المال.

من خلال الدراسة التي قام بها Lane وزملائه سنة 2003 إشارة للزيادة في التكامل بين الأسواق نتيجة لإلغاء القيود لحساب رأسمال في كثير من البلدان وإلغاء الحواجز المفروضة أمام رؤوس الأموال والاستثمارات الأجنبية. وقد تستفيد الاقتصاديات الناشئة من خلال تحسين تخصيص رأسمال وتوزيع المخاطر بشكل أفضل.

في دراسة Yang وزملائه عام 2005 تضمنت تحليلاً للعلاقات المشتركة على المدى الطويل والقصير بين الولايات المتحدة واليابان وعشر بلدان آسيوية ناشئة. وتظهر النتائج وجود تكامل بين هذه الأسواق عند أزمة جنوب شرق آسيا وتميل نحو تكامل أكبر بعد الأزمة. وقد ركز الباحثون على وجود حل في

سلوك الأسواق واستجابتها لهذه الصدمات ما يسمى بأثر العدوى محاولين بذلك تقديم شروحا لكيفية انتشار الأزمات.

كخلاصة نهائية لما ما قد تم عرضه أن جزءا من هذه الدراسات اهتمت بقياس مكاسب التنويع التي يبدو أنها تتلاشى مع زيادة درجة الترابط المالي.

2-التيار الثاني من الدراسات

حاولت العديد من الدراسات تقدير المزايا المحققة نتيجة التحرير المالي ولعل أهمها Bekaert, Harvey et Lunblad سنة 2002 ودراسة Henry سنة 2003 تشير إلى أن النمو يزداد بمعدل 1% إلى 2% لمدة خمس سنوات متتالية. فليس من السهل ترجمة هذه النتيجة فهل للتحرير المالي أثر دائم على النمو؟ وهل يتغير مستوى الإنتاج بشكل دائم؟ وما هي الحصة المستثمرة للأجانب في زيادة الإنتاج؟ وهذه الأسئلة ذات أهمية نسبية، إذ تعني تقييما للرخاء ولا يمكن الإجابة عنها إلا في ضوء تحليل معطيات وبيانات وفقا لنموذج¹²¹.

حاول كلا من Gourinchas و Jeanne سنة 2003 بالاعتماد على النموذج الكلاسيكي الجديد للنمو لقياس أثر الاندماج المالي وهو نموذج استخدم من قبل العديد من الباحثين أمثال Janes و Hall، 1999. يساعد هذا النموذج في قياس المكاسب المحققة نتيجة التحرير كقياس كفاءة التخصيص الدولي، حسب فيشر، 1998، لا يمكن للبلدان الناشئة الاستفادة من المكاسب، خاصة النمو، من قنوات أخرى خاصة غير مباشرة كنقل التكنولوجيا أو من سياسات الانضباط في الأسواق المحلية المفروضة من الأسواق الدولية¹²².

في إطار النموذج النيوكلاسيكي فالاختلاف في الناتج المحلي للفرد في عدد من البلدان المختلفة يمكن أن يجرأ إلى الاختلاف في رأسمال المادي والبشري والاختلافات في الإنتاجية. فالاندماج المالي يسمح للبلدان بالتمويل من خلال تدفقات رؤوس الأموال التي تمكن من تسريع تراكم رأسمال البشري من خلال رفع الأجور الحقيقية والتأهيل العلمي. هذه التأثيرات عابرة باعتبار أنه يتم تحديد نصيب الفرد من الناتج المحلي، بشكل عام، عن طريق الإنتاجية.

¹²¹ Henry.P(2000), *Stock Market Liberralization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices*, Journal of Finance, Vol 55, pp 529-563.

¹²² Gourinchas.P.O et al (2003 a), *On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies*, IMF Working Paper Series.

انطلاقاً من البيانات المستخرجة من الجداول التي أعدها Gourinchas و Jeanne والتي تشمل حساب رأسمال المادي والبشري والإنتاجية لمجموع 82 بلدا ليست أعضاء بمنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، ثم المقارنة بين مستوى الاستثمار الفعلي مع مستوى الاستثمار النظري ومع إمكانية الإقراض والاقتراض بمعدل فائدة في الأسواق الدولية. عموماً، تظهر المكاسب أقل من الحجم الذي يسعى الخبراء إلى تحقيقه وصناع القرار، على سبيل المقارنة، فقد بينا أن القضاء على 25% من الفجوة الإنتاجية مع و.م.أ يحقق رخاء لأكثر من سنة من التكامل المالي الدولي. ويشير الإطار الكلاسيكي الجديد أيضاً إلى أن التكامل الدولي لا يؤدي إلى تقارب كبير بين البلدان المتقدمة والاقتصاديات الأقل نمواً والسبب وراء ذلك حتى يكون للتكامل تأثيره يفترض وجود ندرة في رأسمال وهي أهم المحددات. ومع ذلك تشير البيانات إلى العكس من ذلك فنصيب الفرد من الناتج المحلي أقل خاصة عند إنتاجية ضعيفة التي تعود في الأساس إلى وجود بعض المشاكل الأساسية في اقتصادياتها المحلية¹²³.

فتحقيق مكاسب هامة هو رهينة تفعيل القنوات غير المباشرة وهنا بعضاً من الدراسات التي اعتمدت على النموذج النيوكلاسيكي للنمو والتي خلصت إلى تحقيق مكاسب هامة تفوق 50%: Obstfeld (1994، 1995) ، Palage و Robe (2003)، Athana Soulis (1997، 2000) و De Ferranti وزملائه (2000).

ثالثاً: العولمة المالية وكفاءة الأسواق المالية¹²⁴

قبل التطرق إلى عرض الدراسات التجريبية والتي تناولت بشكل مستفيض علاقة التحرير المالي وتعزيز كفاءة الأسواق المالية، لابد من التذكير بنظرية كفاءة الأسواق المالية.

1- نظرية كفاءة الأسواق المالية

يقصد بالسوق الكفاء السوق الذي يعكس فيه سعر السهم تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة سواء الماضية أو المتوقعة، ومعنى هذا أنه في ظل السوق الكفاء فإن القيمة السوقية للسهم هي القيمة العادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية كما يصعب على أي مستثمر تحقيق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين نظراً لتوفر المعلومات وانتشارها بسرعة بين كافة المستثمرين، ما يعني عدم وجود فاصل زمني

¹²³ على الرغم من مستوى رأسمال الفرد الواحد أقل بكثير في البلدان الإفريقية مقارنة مع البلدان الصناعية، وهذا ليس بسبب الفقر لرأسمال، فعلى سبيل المثال، شهدت الجزائر أعلى معدلات الاستثمار خلال الفترة 70-90 مع ضعف الإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج وانخفاض كفاءة رأسمال البشري.

¹²⁴ يعد Bachelier (1980) أول من وضع أسساً لنظرية كفاءة الأسواق المالية وقد تم تطويرها فيما بعد من قبل Samulson (1965) و Fama لاحقاً (1965، 1970، 1991).

بين تحليل المعلومات الواردة وبين التوصل إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم إذا تحققت الكفاءة الكاملة في ظل الشروط التالية¹²⁵:

- توفر كافة المعلومات لكافة المستثمرين وبدون تكلفة وبحيث تكون توقعاتهم واحدة؛
- لا توجد أية قيود على التعامل كالضرائب وتكاليف المعاملات الأخرى؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين حتى لا يكون هناك تأثير هام لفئة منهم على الأسعار؛
- يتصف المستثمرون بالعقلانية والسعي وراء تعظيم المنفعة.

يمكن التمييز بين ثلاث صيغ للكفاءة التي تتوقف على درجة الكفاءة ونوعية المعلومات¹²⁶:

أ-فرض الصيغة الضعيفة

يقتضي هذا الفرض بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي معلومات تاريخية بشأن بما عرفته من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم المعاملات في الماضي محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر مستقبلا هي مسألة عديمة الجدوى. تعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار حيث نجد أن التغيرات في الأسعار المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينهما أية ترابط.

تؤكد الدراسات على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق وإن كانت بعض الدراسات الأخرى قد أثبتت أن حركة الأسعار ليست عشوائية وإن كانت نتائجها تعرضت للانتقادات بسبب عدم دقة القياس. يعد Fama أول من بحث في صحة الصيغة الضعيفة 1970 وتلت بعده محاولات من باحثين ودارسين بإدخال بعض المتغيرات الأخرى كما فعل Compbellet Shiller سنة 1998 بالاعتماد على متغيرة PER والأرباح الموزعة، بينما Fama و French، 1988، فقد اعتمدا على معدل الفائدة كمتغيرة.

ب-فرض الصيغة متوسطة القوة

حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعارها بل أيضا كافة المعلومات المتاحة والتنبؤات الخاصة بالشؤون الدولية والاقتصادية في الدولة والصناعة والمؤسسة. ويعني هذا السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات وبالتالي لن يحقق أي مستثمر أرباحا غير عادية، حيث تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات وتتعدل بالتالي قيمتها الحقيقية وتحقق الأرباح فقط قبل وصول هذه المعلومات.

¹²⁵ Fama (1965) , *Random Walk in Stock Market Prices*, Financial Analysts Journal, vol 21, n°5, p55.

¹²⁶ B.G.Malkiel (2003), *The Efficient Market Hypothesis and its Critics*, Journal of Economic, vol 17, n°1, 2003, pp 59-82.

قد ركزت الدراسات الخاصة بالبحث عن فرض الصيغة المتوسطة عن أثر المعلومات الواردة على تعديل الأسعار كمعروض الشراء، تجزئة الأسهم وعروض المبادلة والبحث حول إذا ما كانت مدمجة كلياً وبصورة لحظية في سعر السهم.

ج-فرض الصيغة القوية للكفاءة

يعكس السعر جميع المعلومات المتاحة في السوق منها العامة والخاصة إضافة إلى المعلومات التي يحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم. وقد ثبت عملياً صحة هذا الفرض، إن كانت صيغة الفرض الضعيفة تحظى بتأييد قوي، ما يعني أن حركة الأسعار في نمط عشوائي طالما أن المعلومات ترد إلى السوق وقد تكون سارة أو غير ذلك¹²⁷.

2- متطلبات كفاءة السوق

إن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات. غير أن لا زلنا لحد الآن غير قادرين على تحديد أبعاد كفاءة السوق، فالإشارة هنا إلى أن السوق الكفء السوق التي يتم تخصيصاً كفء للموارد الإنتاجية المتاحة ما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية¹²⁸.

في هذا الصدد، يلعب السوق دورين أحدهم مباشر والآخر غير مباشر فالأول يقوم على حقيقة مفادها أنه عند قيام المستثمرين بشراء أسهما فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية ما يسمح للمؤسسة بإصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم. أما الدور غير المباشر فإقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم يعد بمثابة مؤشر أمان بالنسبة للمقترضين، ما يعني إمكانية حصولها على موارد مالية إضافية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية بسعر فائدة معقول¹²⁹.

ولتحقيق التخصص الكفء ينبغي توافر صفتين أساسيتين:

أ-كفاءة التسعير

¹²⁷ تظهر عملية إثبات الفرض الأخير أكثر صعوبة ويعتمد الباحثون في معرفة ما إذا حقق صناع السوق والتجار والإدارة أرباحاً غير عادية نتيجة لاستغلالهم لمعلومات خاصة بهم فقط عن طريق المقارنة بين عائد الأموال الموظفة وعائد مؤشر السوق.

¹²⁸ Orléan et al (1998), *Efficacité Informationnelle et Marchés Financiers*, La Découverte collection Recherches, p153.

¹²⁹ Orléan et al, op.cit, p 155.

يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة. بالإضافة إلى ذلك، تصل المعلومات بتكلفة أقل مما يعني وجود فرصة متاحة لجميع المتعاملين، وبهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة عادلة فالجميع لديه نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إذ أنه من الصعب تحقيق أرباحا غير عادية¹³⁰. وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق، إلا أنه أمر غير مستحيل، فالمستثمر قد يتحمل خسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليله للمعلومات المتاحة.

ب- كفاءة التشغيل

يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكاليف عالية، ودون أن يتاح للتجار وصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه وما يبدو أن كفاءة التسعير تعتمد على كفاءة التشغيل. فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة لا بد أن التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، وبالمطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية التكاليف.

3- الدراسات التجريبية

لقد بينت الدراسات الحالية أثر التحرير المالي على كفاءة التسعير في الأسواق الناشئة وقد تضاربت نتائج هذه الدراسات، فالبعض خلص إلى أن العولمة لها تأثير ضعيف على كفاءة الأسواق المالية ولكن قد يزداد هذا الأثر عبر الزمن باعتبار حركية العولمة أما البعض الآخر فقد توصلوا إلى وجود أثر سلبي للعولمة على كفاءة الأسواق.

وهناك مجموعة من العناصر المشتركة التي قدمت تفسيراً لهذه النتائج حسب دراسة قام بها Nguyen سنة 2008 وهي متمثلة في¹³¹:

- تعاني الأسواق الناشئة مجموعة من المشكلات المرتبطة بنظام المبادلات التي تتم متقطعة وهذا ما يؤدي إلى تعديل جزئي للأسعار تبعا للمعلومات المعلن عنها. ويلاحظ أيضا أن حجم أوامر

¹³⁰ Fama, op.cit, p59.

¹³¹ Nguyen (2008), Libéralisation financière et marchés émergents, Série le monde en question, Collection L'esprit Économique, L'Harmattan, pp 104-105.

- البيع والشراء يكون هائلا من قبل المستثمرين في اليوم الذي يلي فتح الأسواق وذلك بهدف تصحيح التوقعات حول أسعار الأسهم المتضمنة المعلومات المنشورة خلال أيام العطل وذلك لكون المتعاملين ليسوا على درجة كافية من الإعلام مقارنة مع الأسواق المتقدمة، وهذا إما بسبب ندرة المعلومات أو عدم مصداقيتها أو قد يتم الإعلان عن نتائج المؤسسة قبل مواعيدها الرسمية.
- قد يستطيع أحد المتعاملين تحقيق أرباحا في السوق من خلال حصوله على معلومات وعليه ترتفع تكاليف المعاملات المالية ما يؤثر بشكل واضح على السيولة في السوق.
 - غياب قوانين لحماية الأقلية من المساهمين وضعف المؤسسات المالية والأطر التشريعية وضعف الرقابة والفساد المالي.

ففي الأدبيات المالية اعتمدت غالبية الدراسات على إثبات مدى تعزيز العولمة المالية كفاءة الأسواق على الصيغة الضعيفة وأهمها¹³²:

خلصت الدراسات التي قام بها كلا من Brane على سوق سنغافورة عام 1986 و Chan وآخرون على الأسواق الآسيوية عام 1992 و karemera و Ojah على أسواق أمريكا اللاتينية عام 1999 إلى الأثر الضعيف للعولمة على كفاءة الأسواق بسبب ارتباط عوائدها، ولكن قد يتزايد هذا الأثر على المدى البعيد لأن العولمة قد تحفز من تحسين أداء الأسواق خاصة بعد تطوير أداء المؤسسات المالية وتبني المعايير الدولية للإفصاح.

بينت دراسة Single و Kim، 2000، وتبعها فيما بعد دراسة Errunza، 2001، إلى أن العولمة لها أثر واضح على كفاءة الأسواق. وقد خلصت الدراسة التي أعدها Bekaert وآخرون، 2002، إلى نفس النتيجة السابقة مدعما أن العولمة المالية جعلت من الأسواق الناشئة أكثر اندماجا في السوق الدولية.

وقد قام Goenwold وآخرون، 1998، باختبار فرضية الصيغة الضعيفة لعينة من الأسواق متقدمة وناشئة وأسفرت عن إمكانية التنبؤ وبالتالي تم رفض هذه الفرضية.

¹³² العديد من المراجع:

Morey.M.R et al (1999), *Financial Liberalization and Stock Market Efficiency*, Journal of Multinational Financial Economies, Vol 9, pp 359-371.
 Branes.P (1986), *Trading and Stock Market Efficiency: A Case of the Kuala Lumpur Stock Exchange*, Journal of Business Finance and Accounting, Vol 13, pp 609-617.
 Kim.EH and Single.V (2000), *Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies*, Journal of Business, Vol 73, pp 25-66.
 Bekaert et al (2002), *Dating the Integration of the World Equity Markets*, Journal of Financial Economies, Vol 65, pp 203-245.

وباستخدام منهجية الدراسة السابقة درس Kawakatsu و Morey، 1999، إلى أن التحرير المالي كان له الأثر الايجابي على رفع كفاءة الأسواق المالية. والجدير بالذكر إلى أن بعض الدراسات أشارت إلى أن الأسواق هي كفؤ قبل تحرير حساب رأسمال؟

خلاصة الفصل الأول

إن استعراض الدراسات السابقة لا تقدم أية مسار معين للبلدان التي اتخذت طريقا نحو التحرير المالي والخيار الأفضل يبقى في وضع مؤسسات ونوعيتها وتوفير محيط ملائم قبل البدء في عملية التحرير المالي، وبالتالي تسهم بدورها في استيراد أفضل الممارسات وتعزيز وتحسين نوعية المؤسسات الوطنية. ولا يوجد شك أن مختلف التدابير النوعية المؤسسية ترتبط بوجود إطار قانوني وتنظيمي وانخفاض مستويات الفساد المالي ومزيذا من الشفافية الإفصاح والإدارة الجيدة للشركات.

علاوة على ذلك، أن لا الواقع ولا النظريات يعطيان إجابة واضحة على جوانب ذات الصلة ومدى ملائمة وفعالية الرقابة الانتقائية لحركة رؤوس الأموال ولا يمكن معالجة هذه القضايا إلا في سياق الظروف والخصائص المؤسسية لكل بلد على حدة.

وتظل النقطة الجوهرية الخاصة بذلك جلية وهي وجود موقف واقعي وحقيقي وموقف إفراط ومبالغة في العولمة المالية ولكن المبالغة تتجاوز الواقع القائم فقد أفرزت عملية التحرير المالي مظاهر أخرى تظهر لنا حقيقة العولمة المالية على الاقتصاديات الناشئة، فمن تحقيق النمو الاقتصادي واستمراره إلى أزمات اقتصادية حادة ولا استقرار اقتصادي إضافة إلى ظاهرة الفساد المالي وشيوعه وهذا ما سوف نتناوله في الفصل الموالي بالعرض والتحليل لإشكالات تفعيل الأسواق المالية الناشئة.

الفصل الثاني: الأزمات في الاقتصاديات الناشئة

مقدمة الفصل

لقد شهد القرن الماضي أزمات اقتصادية ومالية نتيجة التحرير المالي وتسارع وتيرة العولمة المالية. ولقد كانت الاقصاديات الناشئة من بين الدول التي اهتزت بهذه الأزمات وقد تميزت هذه الأخيرة بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها. فالعكس تماما مما كان متوقعا من التحرير المالي لهذه الاقصاديات من شأنها تحقيق مزايا نظرية كتحسين معدلات النمو الاقتصادي ورفع كفاءة الأسواق المالية وتنمية القطاع المالي، وتنويع الاستثمار وتقاسم المخاطر وغيرها إلا أنها تكبدت تكاليف ثقيلة سواء كانت اجتماعية أو اقتصادية نتيجة هذه الأزمات.

وقد شددت هذه الظاهرة اهتماما واسعا من قبل الاقتصاديين هذا لا يعني أنها كانت موضوع دراسة وتقييم إلا بحدوث هذه الأزمات وإنما كان التطرق إليها منذ القدم منذ فكر المدرسة الكلاسيكية ولكن الأزمات الحالية قد غلب عليها طابع جديد من الدراسة والتحليل رصد الكثير من الباحثين باختلاف أعمالهم وآرائهم.

وفي الواقع أن هذه الأزمات تتسم بخصوصيات تجعلها تختلف عن سابقتها وأن جانبا كبيرا من هذه الخصوصيات يتعلق بطبيعة النظام الرأسمالي وأن هذه الأزمات كانت نتيجة حتمية للمنطق الرأسمالي معتبرا السوق الآلية المنظمة للنشاط الاقتصادي. ولقد كان الجدل قائما بين مختلف المهتمين حول جذورها وأسبابها الحقيقية.

ومن خلال هذا الفصل سوف نحاول إثراء موضوع الأزمات بعرض لمختلف الجوانب النظرية لها للأزمات وبسرد تاريخي لأهم الأزمات التي مست الاقصاديات الناشئة والصناعية على حد سواء.

وبناء على ذلك فقد تقسيم هذا الفصل على النحو الآتي:

- المبحث الأول: الأزمة المفهوم والأنواع.
- المبحث الثاني: النظريات المفسرة للأزمات.
- المبحث الثالث: نماذج التنبؤ بالأزمات.
- المبحث الرابع: أسباب أخرى للأزمات.

المبحث الأول: الأزمات المفهوم والأنواع

تعتبر الأزمات المالية من أكثر مواضيع الاقتصاد تداولاً نظراً لطبيعتها الدورية وارتباطها بدورات الأعمال فهي تدل على الانتظام والتعاقب الذي تخضع له الظواهر الطبيعية بينما الأزمة فهي تدل على الاختلال والاضطراب. ويحمل الاقتصاديون مسؤولية هذه الأزمات إلى طبيعة النظام الرأسمالي وعدم المساواة في توزيع الثروات أو الاختلال بين الإنتاج والاستهلاك. وعلى غرار كل الدول تعد الدول الناشئة من بين الدول الأكثر عرضة للأزمات وتكرارها بسبب الانفتاح المسبق غير المدروس.

أولاً: مفهوم وأنواع الأزمات

قبل التطرق في خوض تفاصيل النظريات والنماذج المفسرة للأزمات ونشؤها في الاقتصاديات الناشئة، ارتأينا إلى تقديم عرض مختصر للأزمات المفهوم، الخصائص، الأنواع وسرداً لبعض الأزمات التي شهدها العالم الناشئ.

1- مفهوم الأزمة

لقد تم استعمال مصطلح الأزمة في دراسات علم الاقتصاد وعلم الإدارة بشكل كبير، وقد كان لهذه البحوث والدراسات الدور البارز في بناء التأطير والتأصيل المنهجي والعالمي والعملي لحقل جديد في الإدارة هو حقل إدارة الأزمات، ولا يقدم الأدب الاقتصادي والإداري تعريفاً ومفهوماً واحد متفقاً عليه مقبولاً على نطاق واسع لمفهوم الأزمة ويتمتع مصطلح الأزمة بدرجة عالية من الموضوعية، ويشق هذا المصطلح معناه من طبيعة هيكل النظام الاقتصادي أو من طبيعة المنظمة وطبيعة الأفراد أو طبيعة البيئة التي تتعلق بها هذه الأزمة¹³³.

ومصطلح الأزمة مشتق من الكلمة اليونانية (*Krisis*) وهي لحظة القرار. فعند الإغريق، إن الأزمات هي مواقف تحتاج إلى صناعة القرار، ولا الأزمات تشكل نقاط تحول تاريخية إذ تكون الخيارات والقرارات الإنسانية قادرة على إحداث تغييرات أساسية وجوهرية في المستقبل¹³⁴. وتعرف الأزمة من الناحية

¹³³ محمود مهنا (2003)، إدارة الأزمات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص20.

¹³⁴ عامر محمد (2006)، استراتيجيات إدارة الأزمات والحكومات، دار العلوم للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 31.

الاقتصادية بأنها اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية ثم تمتد هذه الانهيارات والتغيرات إلى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية الأخرى¹³⁵.

ويعرفها الاقتصادي، يوجين فارجا، بأنها ظاهرة اقتصادية تعرف نتائجها من خلال مظاهر انهيار أسواق البورصة وحوادث مضاربات نقدية كبرى في أسواق المال ويصاحب هذه الظاهرة أيضا بطالة كبيرة¹³⁶. كما عرفت الأزمة بأنها لحظة حرجية وحاسمة تتعلق بمصير الكليان الإداري والاقتصادي للوحدة الاقتصادية أو المنظمة مما ينفي ذلك إلى ظهور مشكلة تتطلب اتخاذ قرار إداري لحلها¹³⁷. ومن الناحية المالية تعرف الأزمة بشكل خاص انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي¹³⁸.

كما تعرف الأزمة بأنها نقطة تحول إلى الأفضل أو الأسوأ فهي لحظة حرجية يمكن أن تؤدي إلى نتائج سلبية سيئة¹³⁹. وتعرف في الفكر الإداري المعاصر بأنها نقطة تحول في حياة المنظمة نحو الأسوأ أو الأفضل، ففي حالة من عدم الاستقرار يوشك أن يحدث فيها تغيير حاسم يؤدي إلى نتائج غير مرغوب فيها¹⁴⁰. وعرفها Filibegs أحد رواد الفكر الإداري، بأنها حالة طارئة أو حدث مفاجئ يؤدي إلى الإخلال بالنظام المتبع في منظمات الأعمال مما يضعف المركز التنافسي لها ويتطلب منها مخرجا سريعا واهتماما كبيرا لمواجهة هذا الخلل¹⁴¹.

وتعرف الأزمة بأنها موقف معقد ومتشابك ومتضارب ضمن هذا الموقف مجموعة من العناصر المتعارضة. وتزداد درجة التعقيد بتصاعد الأزمة وتفاعل صناعات القرار معها وضع تفاعلاتها وانعكاساتها المستقبلية، في حين أن البعض الآخر يؤكد على أنها موقف تحذيري يتضمن مجموعة من المخاطر أهمها مخاطر تصاعد شدة الموقف، ومخاطر التعرض للرقابة الشديدة الخاصة من الحكومة أو من المؤسسات المالية أو الاقتصادية أو وسائل الإعلام ومخاطر تعريض سمعة نظام اقتصادي أو قطاع اقتصادي معين أو الوحدة الاقتصادية الإيجابية والجيدة للخطر، مما ينعكس بآثار سلبية على أهداف النتائج النهائية للنظام أي الوحدة الاقتصادية. ومن جهة أخرى يرى شومان منيذر أن الأزمة لا تشمل فقط المخاطر والتهديدات والصراع والحوادث وعدم الاستقرار بل أن الأزمة أيضا تشمل الفرص، ولذلك فإن

¹³⁵ يوجين فارجا (1979)، *أزمة النظام الرأسمالي*، ترجمة أحمد فؤاد بليغ، بيروت، ص 126.

¹³⁶ مرجع سبق ذكره، ص 135.

¹³⁷ عادل البزاز (1995)، *إدارة الأزمات بين نقطتي الغليان والتحول*، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، ص 175.

¹³⁸ مرجع سبق ذكره، ص 160.

¹³⁹ محمد الحلواني (2009)، *إدارة الأزمات في القطاع المالي*، دار الكتب والوثائق بغداد، ص 198.

¹⁴⁰ Andesson.A (sans année), *Crisis Management Easy to do Badly, Hard to do Right*, Strategic Bond Fond, Vol 23, N°1, p26.

¹⁴¹ Filibegs.P (sans année), *Crisis of Communication: Lessons from 09/11*, Havard Business Review, December, p103.

الأزمة هي حالة من عدم الاستقرار التي تنتبأ بحدوث تغيرات جوهرية وحاسمة وقريبة قد تكون نتائجها غير مرغوب فيها أو قد تكون نتائجها مرغوب فيها بدرجة كبيرة¹⁴².

وسيلخص من المفاهيم السابقة للأزمة بأنها هي الأحداث المفاجئة التي تقضي إلى اضطراب التوازنات الاقتصادية في عمل المنظومة الكلية والجزئية للاقتصاد الوطني مما يؤدي إلى تأثير سلبي كلي أو جزئي على مجمل التغيرات الاقتصادية والمالية، لا وبل حتى الاجتماعية منها ما يستلزم إلى إحداث تغيرات سريعة وتحديد الإستراتيجيات اللازمة لإعادة التوازن.

2- خصائص الأزمة

هناك مجموعة من الخصائص التي تتسم بها الأزمات¹⁴³:

- وجود نقص واضح في البيانات والمعلومات اللازمة أثناء وقوع الأزمة، بما ينعكس في صورة من عدم وضوح الرؤية لدى صناع القرار ومن ثم عدم القدرة على تحديد الاتجاهات السلبية لصناعة القرارات الفاعلة.
- تؤدي الأزمات إلى أحداث مفاجئة كبرى وعنيفة عند وقوعها، وتجذب انتباه جميع الأطراف ذات العلاقة بالمنظمة سواء كان ذلك على مستوى القطاع الاقتصادي أو الوحدة الاقتصادية ومديريها والعاملين فيها ومورديها وزبائنهم وجميع أفراد المجتمع.
- تتسم الأزمة بدرجة عالية من التعقيد والتداخل في العناصر والمسببات ودرجة عالية من التشابك والتناقض بين أصحاب المصالح المعنيين وهذه تؤدي إلى تغيرات جوهرية في طبيعة العلاقات القائمة وإلى حدوث علاقات جديدة.
- وجود حالة من الرعب والخوف في الاقتصاد والمجتمع، وهذا ناجم عن عدم القدرة على تقدير ما يحمله المستقبل للنشاط الاقتصادي وحركة أفراد المجتمع. إذ أن هناك احتمالات وتوقعات سلبية كثيرة قد تعصف بها.
- وجود حالة من الشعور بالجدية والعنف وعدم قدرة صناع القرار على التعاطي مع الأزمة والتعامل معها، وعدم تأكدهم من جدوى ما يبذل من جهود في مواجهة هذه الأزمة، وهناك بعض صناع القرار قد يلجأ إلى التضليل من أجل التغطية على عجزهم وفشلهم في مواجهة الأزمة.
- نظرا لانعدام حالة التوازن لدى صناع القرار (نتيجة الوقوع في الأزمة) فإنهم قد يصبحون تحت سيطرة البعض الآخر من المتخصصين ومن غيرهم وهذا ما يقود إلى ارتباك واضح في اتخاذ القرارات.

¹⁴² شومان ميندز (2003)، الإعلام والأزمات: مدخل نظري وممارسات علمية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 117.

¹⁴³ يوسف أبو فارة (2009)، إدارة الأزمات: مدخل متكامل، الإثراء للنشر والتوزيع، عمان، ص 27.

• ظهور بعض القوى التي تدعم الأزمة وتؤيد كل ما يقود إلى تفاقمها ومن أهمها أصحاب المصالح المعطلة أو المؤجلة وأصحاب مشكلات لم تعالج مشكلاتهم المالية والاقتصادية بصورة جوهرية إلا من خلال الأزمة ونتائجها ويؤدي ظهور هذه القوى إلى دعم شدة الأزمة وتزداد المطالبات بضرورة إحداث تغييرات إدارية في القطاع الاقتصادي المعني بالأزمة أو نشاط الوحدة الاقتصادية.

• تتعرض مصالح بعض المنظمات الأعمال والقطاعات الاقتصادية في ظل الأزمة إلى التهديد وضغوط كبرى، من جانب أطراف متعددة مما تلحق الضرر لأهداف هذه المؤسسات وأدائها واستقرار معدلات نموها.

نذكر أن ليس من الضروري أن تعصف الأزمات بالنظام الاقتصادي على المستوى الكلي أو الجزئي بصورة فردية أي أن تحدث الأزمات في نفس الوقت، ففي كثير من الأحيان قد يتعرض الاقتصاد الكلي إلى أكثر من أزمة واحدة وهذا ما يطلق عليه تزامن الأزمات كأزمة البطالة التي تزامنت مع التضخم العالمي، وقد يكون تزامن الأزمات مترابط وقد يكون غير مترابط كالأزمة العالمية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي في ثمانينيات القرن الماضي والتي تزامنت مع أزمة المديونية العالمية¹⁴⁴.

ثانياً: أنواع الأزمات المالية

يمكن لنا أن نصنف الأزمات بدورها إلى أربعة أصناف والملاحظ أن هذه الأزمات مترابطة ومتشابكة فيما بينها.

1- أزمة سعر الصرف

بدأت أزمة سعر الصرف أو أزمة العملات بالظهور منذ انهيار نظام بريتن وودز سنة 1971 وتسمى كذلك أزمة ميزان المدفوعات، وهي أزمة مالية تتمثل في إتباع الحكومة لنظام سعر صرف ثابت مع قيامها بالتوسع في الإنفاق بصورة غير طبيعية مما ينجر عنه تولد عجز كبير في الموازنة العامة، وبحيث يمكن لهذا العجز أن يستمر إذا لم تقم الحكومة بإتباع سياسات نقدية توسعية تتمثل بإصدار النقد لتمويل العجز، مما يؤدي بالتأكيد إلى ارتفاع معدلات التضخم ومن ثم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وما ينتج عنه تزايد عجز الميزان التجاري وميزان المدفوعات ومع استمرار الوضع لفترة زمنية سوف تستنفد الاحتياطات الدولية وعليه تصبح الحكومات غير قادرة على الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية مما يؤدي بالنهاية إلى انهيار سعر الصرف الثابت بمعنى آخر، فإن الأزمة تحدث عند غياب التنسيق بين السياسات الاقتصادية الكلية الأساسية ونظام سعر الصرف السائد، ويكمن مصدر الأزمة الإفراط في خلق

¹⁴⁴ يوسف أبو فارة، مرجع سبق ذكره، ص 28.

الائتمان المحلي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة أو لتوفير المساعدة للنظام المصرفي الذي يتسم بالضعف¹⁴⁵.

وقد تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها. ويقصد بالمضاربة بمعناها الضيق في سوق الصرف الآجل، شراء أو بيع أجل للعملة بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الحاضر بتاريخ الاتفاق أي أن اهتمام المضارب ينصب أساساً على الاستفادة من توقع الاختلاف بين سعر صرف عملتين في السوق الحاضر عن السوق الآجل¹⁴⁶. كما نعني بالمضاربة بمعناها الواسع كل قرار اقتصادي يؤخذ حالياً تبعاً لتوقع حول القيمة المستقبلية لمتغير أو عدة متغيرات تعتبر هامة للوحدة الاقتصادية المقررة. فمثلاً توقع انخفاض في أثمان الأوراق المالية في المستقبل (سعر الفائدة سيرتفع) فإنهم سوف يؤجلون عمليات الشراء والاحتفاظ بالنقد في شكله السائل ويتوقف حجم هذا الطلب على النقود على توقعات الأفراد بالنسبة للائتمان في المستقبل بما في ذلك سعر الفائدة¹⁴⁷.

2-الأزمة المصرفية

وهي تسمى أيضاً الذعر المالي وهي لا تعدو أن تكون حالة من حالات انهيار أحد المصارف حيث يقوم الدائنون أصحاب القروض قصيرة الأجل بسحب قروضهم بأسلوب مفاجئ من مدين يتسم بالملاءة ويمكن أن تتحقق هذه الحالة بتوافر الشروط الآتية¹⁴⁸:

- أن تزيد المديونية قصيرة الأجل عن الأصول قصيرة الأجل.
- ألا يتواجد بالسوق دائن كبير يكون قادراً على توفير التسهيلات لسداد الالتزامات قصيرة الأجل.
- عدم وجود مقرض نهائي وأخير.

كما تحدث الأزمة المصرفية عندما يؤدي انفعال فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك أو بإخفاق البنوك بإيقاف قابلية التزاماتها للتحويل أو إلى إرغام الحكومات على التدخل لمنع حدوث آثار سلبية واسعة النطاق في الدولة. والأسباب وراء الأزمات المصرفية يمكن تلخيصها فيما يلي¹⁴⁹:

- عدم الاتساق بين أصول وخصوم البنوك.

¹⁴⁵ نسيم أوكيل (2008)، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها: دراسة حالة جنوب شرق آسيا، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، ص 77.

¹⁴⁶ نسيم أوكيل، مرجع سبق ذكره، ص 74.

¹⁴⁷ وسام ملاك (2001)، الظواهر النقدية على المستوى الدولي: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان، ص 203.

¹⁴⁸ نادية عقون، مرجع سبق ذكره، ص 8.

¹⁴⁹ أحمد طلفاح (2005)، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، أبريل، ص 7.

- تدخل مفرط للدولة في توجيه القروض.
- ضمانات حكومية مفرطة وإجراءات تحفز على المخاطرة.
- تحرير مالي مسبق.
- صدمات خارجية وداخلية كالتغيير في معدلات التبادل أو ارتفاع سعر الفائدة العالمي أو تراجع أسعار الصادرات.
- توسع مفرط في الإقراض.
- نظام سعر الصرف المتبع وتراجع النشاط الاقتصادي.

ولا يمكن إهمال الجانب المؤسسي في ديناميكية الأزمات المصرفية وتجد إطارها النظري عند Minsky 1994، هذا الأخير قد أشار إلى أن المؤسسات لا بد عليها من التكيف الدائم مع مستوى التطور في النظام المالي والابتكار¹⁵⁰. وعلى أساس هذا المنطق، فإن التحرير المالي هو أساس التغيير المؤسسي ونقطة تحويل المؤسسات من الاستقرار إلى عدم الاستقرار، لذلك يجب أن يكون التغيير عميق في المؤسسات للتكيف أو إنشاء مؤسسات جديدة، التي غالبا ما تكون غير مندمجة في سياسات التحرير المالي. إن هذا التباين بين التخلي عن المؤسسات القديمة واعتماد الواقع الجديد فإن البنوك تواجه أحيانا وبشكل دائم، فراغا في القواعد التي تسمح لها بتنسيق خططهم¹⁵¹. إن الهشاشة المصرفية تأخذ الشكل المؤسسي بشكل أساسي، أصلها يكمن في تغيير الحوافز من جهة والممارسات والقواعد والمعايير من ناحية أخرى، ويزداد التغيير المؤسسي سواء بعملية التحرير المالي فاستيراد استخدامات جديدة مزعزة للاستقرار والتخلي عن المؤسسات القديمة يسهم في تعزيز الهشاشة المؤسسية مما يسهم في ضعف البنوك¹⁵². فهو يعرض تقديم مختصرا من التفاعلات الرئيسية بين الجوانب المؤسسية المختلفة فيما بينها ومع تدابير التحرير المالي وحوافز الخطر والصعوبات المصرفية النظامية. فزيادة نتيجة أساسية للرقابة التنظيمية على الأنشطة المصرفية غير كافية أو غير فعالة¹⁵³. يمكن للبنوك الانخراط في أنشطة محفوفة بالمخاطر بشكل مفرط لأنها تتوقع عدم التدخل أو التهاون من قبل المنظم، وثمة عنصر حاسم في هذه الإستراتيجيات التنظيمية والإشرافية وهو انضباط السوق. فالانضباط غير كاف هو ضار للسيطرة على

¹⁵⁰ Minsky et al (1994), *Financial Institution, Economic Policy and Dynamic Behavior of the Economy*, Institutional J.A Schumpeter Society Fifth Conference at Mumster, Germany 17-20 August.

¹⁵¹ Courbis.A et al (2003), *Financial Liberalization and the Stability of Financial System in Emerging Markets: the Institutional Dimension of Financial Crises*, Review of International Political Economy, Vol 10, N°1, p2.

¹⁵² Sinapic (2005), *Crises financières et gouvernance mondiale, fragilisation et institutionnelle endogène dans l'approche Minskyenne étendue*, Cahiers du CEREN, N°10, p1-2.

¹⁵³ Barth et al (2004), *Bank Regulation and Supervision*, World Bank Policy Research, Working Paper N°3136, p1.

البنوك لأنها لا تشجع المديرين عن توخي الحذر في مواجهة الخطر¹⁵⁴. يتوقف أثر الانضباط على نظام التأمين على الودائع وحصة المؤسسة من الموارد والمشاكل الأخلاقية عامة. والتأمين على الودائع يمكن تحليلها كخيار بيع مما يدفع البنوك إلى زيادة مخاطر الأصول والرفع المالي. ويكمن مصدر الخطر أيضا من الخصائص القانونية. فتبني سيادة قانون لا تضمن احترام حقوق المواطنين وحصانة العقود والممتلكات، والقوانين الخاصة فإنه لا يمكن ضمان الحقوق التي تحكم العلاقات بين المقترضين والبنوك¹⁵⁵.

فالبنوك غير محمية ضد عدم السداد من أموالها ولا يمكن استرداد، ما يستحق لهم من الدين. وعلى هذا الأساس فإن المستثمرين، مقدمي الأموال في هذه الحالة غير محميين ويفقدون بسرعة الثقة وبذلك يقومون بسحب أموالهم. والسمة المميزة في النية التنظيمية والقانونية هو وجود ضغوط للتحايل على القواعد والمعايير الاحترازية. هذه السلوكيات الشاذة تعتمد على أهمية التدخل السياسي¹⁵⁶ ونوعية الإدارة العامة وعلى وجه الخصوص على مستوى قوانين مكافحة الفساد¹⁵⁷. وثمة عامل آخر من شأنه زيادة المخاطر هو غياب المعلومات الشفافة وذات مصداقية في سوقي الائتمان والمال.

وعادة ما تحدث أزمات بسبب عدم تماثل المعلومات. وهي تؤثر كذلك على استقلالية البنك المركزي واتخاذ القرارات بشأن التدخل باعتباره الملاذ الأخير للإقراض. فبدون مجموعة جيدة من المؤسسات فإن سلوك البنوك يصبح غير فعال فتراكم الديون المعدومة ينجم عنها انخفاض هامش الربح وأصولا أقل سيولة لمواجهة بذلك عمليات سحب ضخمة لرأسمال والتركيز على مجموعة مشاكل في السيولة والعجز ما ينشأ عنه أزمة¹⁵⁸.

3- أزمة سوق المال¹⁵⁹

تعرف على أنها ذلك الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، وتكون الأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية كالآلات والمعدات أو الأبنية وإما أصولا مالية، وهي حقوق ملكية

¹⁵⁴ Nier et al (2002), *Market Discipline: Disclosure and Moral Hazard in Banking*, Working Paper Bank of England, p1.

¹⁵⁵ Laporta et al (2000), *Investor Protection and Corporate Governance*, Journal of Financial Economics, N°58, p2.

¹⁵⁶ Rochet J.C (2006), *Why are so Many Banking Crises*, Oxford University Press.

¹⁵⁷ Coprior et al (1999), *Restoring Banking Stability : Beyond Supervised and Capital Requirements*, Journal of Economics Perspectives, Vol 13, N°4, p2.

¹⁵⁸ Francis.M (2003), *Governance and Financial Fragility; Evidence from Cross Section of Country*, Bank of Canada, Working Paper N°34, p3.

¹⁵⁹ صالح مفتاح (2010)، الأزمة المالية العالمية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بكرة، العدد 8، ص2.

لرأسمال المادي مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهي تسمى بالمشتقات المالية ومنها العقود المستقبلية للنفط والعملات.

وإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسة التي يملكها. وقد يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعة سعرية مثلاً والفقاعة المالية أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً، وهي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية بأسعار تفوق أسعارها الحقيقية.

ويمكن إرجاع الأزمة إلى سبب معين لأن الأزمة قد تكون لتضافر عدداً من الأحداث تكونت مع بعضها البعض في آن واحد لإحداث الأزمة ومن أهم الأسباب:

- عدم استقرار الاقتصاد الكلي: وهو أحد أهم عوامل نشأة الأزمات وهو يحدث من تغير في شروط التبادل التجاري، أو التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أو أسعار الصرف الحقيقية أو من الناحية الداخلية كالاقتصاد فنجد التقلبات في معدل التضخم وتعتبر أساسية لأنها تعبر عن مدى قدرة القطاع المصرفي بقيامه بدور الوساطة المالية خصوصاً في توفير القروض والسيولة في الاقتصاد.
- الاضطرابات التي تحدث في القطاع المالي وتحدث نتيجة عدم تلائم بين أصول البنك وخصومه.
- التحرر المالي غير مدروس: يؤدي التحرر المالي السريع غير الحذر الذي يأتي بعد فترة من التقيد المالي على القروض إلى حدوث أزمة مالية فمثلاً تحرير أسعار الفائدة فالمصارف العملية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل فترة التقيد.
- تدني مستوى النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في المعايير والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصاً فيما يتعلق بالديون المعدومة، كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأسمال البنك.
- السياسات الخاطئة في التعامل مع سعر الصرف: فالدول التي انتهجت سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية إذ يصعب على السلطات القيام بدور الملاذ الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية.
- تراكم الديون القصيرة الأجل: في الغالب فالأزمات المالية تتزامن مع الزيادة في منح القروض قصيرة الأجل مع زيادة كبيرة في نصيب القطاع الخاص من إجمالي القروض ولاسيما المؤسسات المالية.

4- أزمة المديونية

هي أزمات تعني أن بلداً أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها، وتحدث عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عند الاعتقاد بأن التوقف عن السداد ممكن حدوثه ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري خاص أو دين سيادي عام. كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد يؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأسمال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة في الصرف الأجنبي¹⁶⁰.

وهناك اختلاف حول طبيعة وأسباب الديون الخارجية، لا ندري إذا ما كانت تعود إلى سياسات اقتصادية خاطئة ترتبط بالدولة المدنية أو عوامل خارجية ومن أهم هذه الأسباب¹⁶¹:

- العجز المستمر في الميزانية العامة: وهو أحد أهم العوامل الرئيسية الداخلية التي تؤدي إلى تعاظم أزمة الديون الخارجية إذ يعود العجز في الميزانية العامة إلى النفقات الحكومية الضخمة والمتزايدة من جهة وعجز الإيرادات المحلية وانخفاض المساعدات الخارجية من جهة أخرى. وتلجأ الدول المدنية إلى سياسة التمويل بالعجز.
- العجز في ميزان المدفوعات.
- سياسات الاقتراض الدولية وارتفاع أسعار الفائدة.
- قيام عدد كبير من الدول النامية بالاقتراض من أجل زيادة الاستهلاك أو الاستثمار في مشاريع مشكوك في جدواها الاقتصادية.
- انخفاض معدلات الإنتاج وإنتاجية العمل في الدول النامية.
- انخفاض مستوى الدخل الفردي في الدول النامية ما يؤدي إلى انخفاض الادخار والموارد المحلية.
- الارتفاع الحاد في أسعار النفط 1973 أدى إلى تجمع فوائض نقدية ضخمة عند الدول المصدرة للنفط حيث قامت بتصديرها إلى أسواق النقد الدولية على شكل ودائع جارية أو استثمارات قصيرة الأجل، وفي المقابل قامت البنوك التجارية بإعادة اقتراض هذه الأموال إلى الدول النامية التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعات، كان له الدور في تعاظم أزمة المديونية الخارجية لهذه الدول.

ثالثاً: الأزمات في الاقتصاديات الناشئة

¹⁶⁰ محمد العربي ساكر (2006)، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر، القاهرة، ص 192.

¹⁶¹ أبو شرار علي عبد الفتاح (2007)، الاقتصاد الدولي، دار المسيرة، عمان، ص ص 225-230.

لقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان. إذ أنها غالبا ما تسبب تدهورا حادا في الأسواق المالية نظرا لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية. وقد تأثرت كل الدول الآسيوية ودول أمريكا اللاتينية بتداعيات الأزمات المالية.

1- الأزمة في دول جنوب شرق آسيا

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا انهيار كبيرا منذ 2 أكتوبر 1997، والذي أطلق عليه بيوم الاثنين المجنون حيث بدأت الأزمة من تايلاند ثم انتشرت إلى دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة. دون أن يكون متوقعا انهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة في السنوات الأخيرة (7% - 8%) كمتوسط وتنوع قاعدتها التصديرية وإدماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية¹⁶².

ووفقا لمؤشرات اقتصادية كلية، فقد ظهرت علامات مبكرة للأزمة والتي ساعدت في انفجارها في الاقتصاد التايلندي¹⁶³:

- الانخفاض الحاد في عملة، العملة الوطنية التايلندية، بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام الصرف الثابت، وهذا ما حفز على الاقتراض الخارجي وعرض قطاع المال والأعمال للمخاطر.
- فشل السلطات العمومية في تقليل الضغوط التضخمية الجامحة والمتجسدة بحالات العجز الخارجي واضطراب أسواق المال.
- ضعف الإشراف والرقابة الحكومية وبالتالي نمو الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة ومدى مقدرتها على إجراء الإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.

إضافة إلى ما سبق قد ساهمت التطورات الخارجية في تفاقم الأزمة للأسباب التالية:

- التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال لتايلاند وبقية دول المنطقة في منتصف التسعينات بسبب انخفاض أسعار الفائدة في الدول الصناعية
- أدى الانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي إلى منافسة العملات الآسيوية.

¹⁶² Ouvrage collectifs (2009), **La nouvelle hiérarchie des puissances dans la mondialisation au 21^{ème} siècle**, sous la direction de Pierre Dallemie, Ellips, p542.

¹⁶³ مروان عطون (1993)، **الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 100 .

كما أن الدول التي تعرضت للأزمة كانت تعاني من اختلال اقتصادي داخلي كما ساعد على تفشي الأزمة ومنها¹⁶⁴:

- الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو.
- الاعتماد الكبير على التدفقات المالية من الخارج سواء في شكل قروض أو استثمار أجنبي مباشر إضافة إلى الاقتراض الخارجي غير مضمون من قبل القطاع الخاص المحلي.
- الانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية.
- ضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساسا.
- نقص الشفافية ويقصد بها عدم كفاية ودقة البيانات والمعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات العامة والخاصة، خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياجات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي مما تسبب في الكثير من فقدان الثقة وهروب رأسمال إلى الخاص.

وبفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدني أرباح أسواق الأسهم، اضطرت السلطات إلى رفع معدلات الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي. ومحاولة تشجيع مختلف المستثمرين الحائزين على الدولار الأمريكي على تحويل المبالغ بحوزتهم إلى العملة الوطنية. وعليه فقد ارتفعت أسعار الفائدة في تايلاند 25% وكوريا الجنوبية 35% وظلت عند هذا الحد لعدة أيام مما اضطر المستثمرون بالتخلي عن أصولهم المالية وإيداع قيمتها بالبنوك للاستفادة من ارتفاع أسعار الفائدة مما أدى إلى زيادة العروض من الأوراق وهذا ما أدى إلى انخفاض شديد وصل إلى 25% و 50% من الأسعار السائدة في السوق، غير أن هذا الانخفاض في قيمة عملات الدول المعنية سينجم عنه تزايد في عرض المنتجات الآسيوية في الأسواق العالمية نظرا لانخفاض أسعارها إذا ما استمر هذا الحال سيعود الانتعاش الاقتصادي لدول المنطقة على المدى الطويل¹⁶⁵.

مع تصاعد الأزمة المالية لجأت الحكومة التايلندية إلى صندوق النقد الدولي وكانت مساهمته لحل الأزمة عن دعم مالي في نهاية سنة 1997، بقيمة 17,2 مليار دولار، غير أن تايلاند استطاعت أن تندمج في تحقيق إستراتيجية الانتعاش الاقتصادي دون أن تصاحبها عملية رقابة أو قيود رأسمال¹⁶⁶. اعتبر المحللون تايلاند، ماليزيا، تاوان وهونغ كونغ حلقات مرتبة من الأقوى إلى الأضعف ومعيار القوة وضعف هو درجة التأثير بالأزمة.

¹⁶⁴ دونالد ماتيسون (1999)، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 3، ص 29.

¹⁶⁵ أحمد ظفار (1999)، تأثير الأزمة العالمية في آسيا على كمبوديا وجمهورية اللاوس، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 3، ص 49.

¹⁶⁶ عمرو محي الدين (2000)، أزمة النمر الآسيوية الجذور والآليات، دار الشروق، القاهرة، طبعة أولى، ص 214.

ومن تايلاند انتقلت العدوى إلى ماليزيا حيث تراجع سعر العملة الماليزية بنسبة 40% مما أدى إلى انهيار الأسهم، وواكب قيام المضاربين في ماليزيا وعلى رأسهم جورج سورس بالمضاربة على المشتقات لتحقيق الملايين وهذا الانخفاض لا علاقة له بأداء الاقتصاد الحقيقي الماليزي، أما بالنسبة لهونغ كونغ فكانت أقوى الحلقات، وكان الاعتقاد السائد هو صعوبة تخفيض قيمة عملتها نظرا لوجود احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية، وبامتداد المضاربة في الأسواق الآسيوية الأخرى إلى هونغ كونغ ورفعت السلطات المحلية سعر الفائدة إلى 20% ونزحت الأموال من سوق الأوراق المالية نحو السوق النقدية أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات¹⁶⁷.

تعرضت كمبوديا لانخفاض يقدر بـ 45% بسبب هذه الأزمة إضافة إلى الاضطراب السياسي المحلي الذي بلغ ذروته للإطاحة برئيس الوزراء الأول عام 1997، أما جمهورية اللاوس فقد تأثرت بصورة خاصة بتقلبات أسعار الصرف التي هزت المنطقة نظرا لارتباطها الوثيق بالبات التايلندي فقد فقدت العملة نحو 70% من قيمتها أمام الدولار وارتفع معدل التضخم الذي وصل إلى مستويات عليا مقارنة مع كمبوديا¹⁶⁸.

أما تبعات الأزمة على كوريا الجنوبية مما لاشك فيه هو التصميم الخاص لبرنامج التحرير المالي الذي شجع على الاقتراض قصير الأجل من الخارج، وقد كان لهذا التدفق أثرا سلبيا قويا على اقتصاد كوريا مؤديا إلى النمو البالوني لديونها من 44 مليار دولار عام 1993 إلى 120 مليار دولار عام 1997 أغلبها ديون خاصة بالإضافة إلى أن نصيب المديونية قصيرة الأجل قد وصلت إلى نحو 70% من المديونية الإجمالية¹⁶⁹.

وبشكل عام ارتبط حدوث الأزمة في كوريا بعدة عوامل أهمها:

- الإفراط في تقديم الائتمان المحلي والأجنبي إلى العديد من الشركات والمجمعات الصناعية العملاقة المعروفة باسم Cheabols.
- تراجع سوق العقار بدءا من عام 1995.
- ظهور العديد من الديون الغير المنتظمة والمشكوك فيها للمحافظ الائتمانية للقطاع المالي.

¹⁶⁷ طارق عبد العال (1999)، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، دار الجامعة طبع ، نشر وتوزيع، الإسكندرية، ص 233-234.

¹⁶⁸ أحمد ظفار، مرجع سبق ذكره، ص 43.

¹⁶⁹ عمرو محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص 153.

واتبعت كوريا مع صندوق النقد الدولي إجراءات لمعالجة الوضع وتلخصت في¹⁷⁰:

- إغلاق وتصفية العديد من البنوك والمؤسسات المتعثرة.
- تخفيض الإنفاق العام بهدف تحقيق إصلاح سريع للاختلال السائد.
- منع التعامل بالنقد الأجنبي في سوق العقار.
- الحصول على دعم من صندوق النقد قيمته 57 مليار دولار وجه أساسا إلى القطاع المصرفي.

2-الأزمة في روسيا 1998

تعرضت روسيا إلى مجموعة من العوامل أدت إلى تخفيض قيمة العملة الروبل، وقد أعلنت الحكومة عن عدم مقدرتها لتسديد الديون وخدمتها في أوت 1998 ولقد كان لانخفاض أسعار البترول بأكثر من 40% بسبب الركود الاقتصادي الذي شهده دول جنوب شرق آسيا مما أدى إلى انهيار الإيرادات العامة للحكومة الروسية، ويمكن إجمال الأسباب في النقاط الآتية¹⁷¹:

- تعتبر الديون والفائدة المرتفعة المستحقة عليها السبب الرئيسي الذي عجل بجموح الأزمة بحيث كان لأثر العدوى من جراء الأزمة الآسيوية انسحاب المستثمرين برؤوس أموالهم نحو الخارج.
- فقدان المقرضون الأجانب الثقة في الاقتصاد الروسي بحيث امتنعوا عن تجديد حيازاتهم للسندات وعن إقراضهم للبنوك الروسية.
- في الثلاثي الأول عرفت روسيا عجزا تجاريا كبيرا بمقابل ارتفاع وارداتها بمقدار الثلث عما كانت عليه.
- قيام البنوك الروسية بالاقتراض من الخارج على نطاق واسع لجني الأرباح المرتفعة من السندات الحكومية إلى أن ارتفع دينها الخارجي قصير الأجل إلى أربعة أضعاف احتياطات البنك المركزي من الصرف الأجنبي.

وترتب عن الأزمة المالية الروسية نتائج مختلفة يمكن تلخيصها في¹⁷²:

- نتيجة إعادة الهيكلة للديون الروسية من جانب واحد ونتيجة لتخفيض قيمة العملة أثرت موجة من الصدمات في روابط أسواق المال النامية كما تكبد الكثير من المستثمرين خسائر كبيرة.

¹⁷⁰ نفس المرجع، ص 152.

¹⁷¹ مايكل كيزر، طرق الهروب من التضخم والركود في الفترة التالية للعهد السوفيتي، مجلة التمويل والتنمية، العدد 2، ص 26.

¹⁷² مايكل كيزر، مرجع سبق ذكره، ص 27.

- انهيار أكبر صناديق للتحوط العالمية في شهر سبتمبر وهو عبارة عن صندوق خاص بإدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل.
- خسرت روسيا احتياطات كبيرة نتيجة دفاع البنك المركزي عن سعر الصرف في وقت لا يمكن الدفاع عنه، ونتيجة قيام البنوك التجارية الروسية بتحويل ما لديها من عملة إلى صرف أجنبي للاحتفاظ به في الخارج وبالتالي أصبح من المستحيل الإبقاء على سعر صرف ثابت .
- في نهاية الثلاثي من عام 1999 فقدت العملة الروسية ثلاثة أرباع قيمتها الاسمية مقابل الدولار مقارنة عما كانت عليه قبل الأزمة.

3- الأزمة في المكسيك (1994-1995)

بدأت مقدمات الأزمة في المكسيك منذ منتصف العقد الثامن من القرن العشرين في أعقاب عقد كامل من ركود النشاط الاقتصادي وارتفاع معدلات التضخم التي شهدتها المكسيك خلال الفترة من منتصف السبعينات إلى منتصف الثمانينات من هذا القرن، بعدما لجأت الحكومة إلى وضع خطة لتحرير قطاع التجارة اعتباراً من 1985 بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي ودعم اقتصاد السوق كما سعت لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار فيها وساعدها في ذلك عاملان أساسيان¹⁷³:

أ- العامل الأول: وهو داخلي ويتمثل في قيام المكسيك بتخفيف القيود التي تحد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها.

ب- العامل الثاني: وهو انخفاض سعر الفائدة في و.م.أ، وأن انخفاض القيمة الاسمية للعملة لم يكن كافياً لمنع ارتفاع قيمة البيزو الحقيقية التي ارتفعت بنحو 35% بين جانفي 1990 وديسمبر 1993 كنتيجة للتحسن الاقتصادي. وفي نفس الوقت فقد ارتفع العجز في الميزان التجاري من حوالي 3.2% من الناتج الإجمالي عام 1990 إلى 6.6% في عام 1993، ورغم هذا العجز الخارجي المتنامي في الميزان التجاري إلا أن الزيادة في التدفقات إلى المكسيك أدت إلى ارتفاع في احتياطي النقد الأجنبي الذي وصل إلى 25.4 مليار دولار مع نهاية 1993. وقد لجأت السلطات النقدية المكسيكية إلى سياسة تعقيم التدفقات الرأسمالية بإصدار أذون الخزانة قصيرة المدى بالبيزو¹⁷⁴.

¹⁷³ إبراهيم عبد العزيز النجار (2009)، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 31-32.

¹⁷⁴ ناجي التوني (2004)، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ص 12.

وقد ترتب عن الأزمة في المكسيك النتائج التالية¹⁷⁵:

- خسارة 2.4 مليون فرصة عمل خلال نصف عام مما أدى إلى تضاعف البطالة.
- إفلاس 60 ألف شركة بناء.
- تقلص الناتج الإجمالي بما نسبته 10%.
- ارتفاع معدل التضخم إلى 35% في الوقت نفسه تقلص الاستهلاك بنحو 12%.
- انخفاض الرقابة على الصرف الأجنبي.

4- الأزمة في البرازيل (1999)

امتدت الأزمة التي عصفت دول شرق آسيا والمكسيك وروسيا الاقتصاد البرازيلي وقد نتج عنها تقريبا نفس الآثار التي ظهرت على مختلف جوانب الحياة الاقتصادية في الدول السابقة الذكر، بحيث أن الأسباب التي أدت إلى ذلك كانت في مجملها نابعة من ضعف النظام المالي في بداية 1999 وهي تتلخص فيما يلي¹⁷⁶:

- توقفت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة إلى داخل البرازيل بصفة مفاجئة وذلك راجع إلى الذعر المالي الناجم عن توقف روسيا عن سداد ديونها.
- كان العجز في الحساب الجاري للبرازيل يمثل تقريبا 5% من الناتج الداخلي الخام.
- بلغ الدين الحكومي المحلي 40% من الناتج الداخلي الخام وقد كان الجزء الأكبر منه عبارة عن تمويل قصير الأجل كما كان حجم الإنفاق الحكومي يفوق مستوى الدخل.
- حدوث ضغوط تضخمية على الاقتصاد بالإضافة إلى العجز في ميزان المدفوعات وارتفاع معدلات التضخم.

ومما لا شك فيه أن الأزمة في البرازيل مثلت مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية وللعالم أجمع باعتباره أكبر اقتصاد في أمريكا اللاتينية وثامن أكبر اقتصاد في العالم وبالتالي فإن انهيار الاقتصاد البرازيلي سوف يولد مشكلات لشركائه التجاريين كالأرجنتين، كما أنه يحول أزمة دولية ناشئة لعبء خطير على الاقتصاد الأمريكي ولذلك تضاعفت الجهود الدولية بقيادة الصندوق الدولي في نوفمبر عام 1998 بحزمة إنقاذ بلغت 41.5 مليار دولار مشروطة بتطبيق عدد من السياسات المالية ضمن برنامج تقشف شديد وقد بدأت

¹⁷⁵ زهية كواش وآخرون (2009)، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الرهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة يومي 5-6 ماي، ص 9.

¹⁷⁶ أرمينيو فراجا (2000)، السياسات النقدية أثناء الانتقال إلى سعر صرف معوم: تجربة البرازيل الأخيرة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 1، ص 16.

البرازيل بتطبيقه بداية مع الربع الثاني من عام 1999 ثم بدأت المؤشرات الكلية الأساسية تشير إلى تحسن ملحوظ¹⁷⁷.

رابعاً: الأزمات في الاقتصاديات المتقدمة

لقد شهد القرن العشرين عدداً من الأزمات الاقتصادية، أهمها أزمة 1929، أزمة 1973، أزمة 1987، والأزمة الآسيوية لعام 1997 التي مست العديد من الدول الآسيوية، وآخرها الأزمة الحالية التي يشهدها العالم منذ 2008، والتي تُعد حدثاً تاريخياً مهماً بكافة المقاييس، فإن ما حدث في الأسواق المالية العالمية، وخاصة بالنسبة للمؤسسات المالية الأمريكية يعتبر بحق أزمة مالية كبيرة غير مسبقة، حيث يواجه الاقتصاد العالمي في الوقت الراهن أزمة مالية حقيقية، عصفت باقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث ظهرت بوادرها في سنة 2007 وبرزت أكثر سنة 2008، وقد كشفت الأزمة الراهنة عن هشاشة النظام الأمريكي، القائم على الرأسمالية الليبرالية، والتي تمثلت مظاهرها في أزمة سيولة نقدية، ورهون عقارية قائمة على القروض الربوية ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة، والتي أصبحت غير قابلة للتحصيل، وحيث إن هذه القروض تم تسويقها إلى عدد كبير من المؤسسات المالية في شكل سندات ومنتجات مالية معقدة، أدت إلى انهيار العديد من المصارف وإعلان إفلاسها، وانتهاء بتدني أسعار الأسهم وانخفاض مؤشرات البورصة، وانهيار العديد منها، إذ انعكست آثارها على كل الأوضاع، لقد أثرت هذه الأزمة على القرارات السياسية، وأبرزت أوضاعاً اجتماعية صعبة يفقد الملايين من العمال والموظفين لمراكز عملهم وموارد رزقهم، وتركت آثاراً نفسية حادة، فهي لم تصب مجتمعا بعينه، بل شملت العالم كله بنسب متفاوتة في آثارها و تداعياتها.

1- أزمة 1929

تميزت هذه الأزمة بالمظاهر التالية بشكل مختصر وهي¹⁷⁸:

- التوسع في الاقتراض من أجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية والأجهزة، فزاد ذلك من حدة الديون.
- الإفراط في إنتاج السلع، تأثراً بالاقتصاد الكلاسيكي الذي كان يرى ألا مشكلة في الطلب، وأن المشكلة في العرض.

¹⁷⁷ عمرو محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص 255.

¹⁷⁸ مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص 100-103.

- انصبت المضاربة على سوق الأوراق المالية، وارتفعت أسعار الأوراق المالية، وأدت هذه السلوكيات إلى ارتفاع أسعار أسهم أبدأ الشركات، وأصبحت البنوك تضارب بأموال زبائنهم، وزاد عدد المتدخلين في السوق المالي إلى أعداد ضخمة من أفراد، مضاربين، شركات سمسرة، وأسر أمريكية.
- استمرت الحكومة بتوفير القروض السهلة، حتى الوقت الذي اندلعت فيه الأزمة، وقد زادت أيضا في تقديم القروض الأجنبية بقصد المزيد من ربط الاقتصاديات لدى الأقطار الأوروبية برأس المال الأمريكي، وهكذا ارتفعت الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية للقيام بالاستثمارات الإضافية في مختلف القطاعات من 4000 مليون دولار سنة 1923 إلى 10000 مليون دولار سنة 1929.
- هبطت أسعار الأوراق المالية هبوطا حادا، وأخذت أسعار السلع في السوق العالمية تنجح إلى الهبوط السريع.

وقد ترتب عن هذه الأزمة النتائج الآتية¹⁷⁹:

- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل، دعه يمر".
- انخفاض شديد في الاستهلاك الكلي.
- انخفاض الاستثمارات من جانب القطاع الإنتاجي.
- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في البنك المركزي لنيويورك إلى 2,6% في الفترة (1930-1933) مقابل 5,2% سنة 1929.
- امتدت الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة لتضرب دول أوروبا الغربية، مما أدى إلى انهيارات كبيرة في الأسعار لدى الدول الصناعية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.
- إفلاس ما يقرب من تسعة آلاف بنك في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها.
- انخفاض الأرباح وتراكم رأس المال.
- ارتفاع في معدلات البطالة وانخفاض الأجور.

2- أزمة وولستريت 1987

¹⁷⁹ عبد الله شحاتة، الأزمة المالية المفهوم والأسباب، بحث منشور، أنظر الرابط <http://al-azmah.com/ar>

لقد اختلفت الآراء حول تحديد الأسباب الحقيقية التي أدت إلى حدوث أزمة أكتوبر 1987 وسوف نتطرق لهذه الأسباب فيما يلي¹⁸⁰:

- تتابع موجات المضاربة للشراء اللاعقلاني المبالغ فيه، في أوساط المتعاملين في البورصة، وانتقال المدخرين من الاستثمارات الحقيقية إلى الاستثمارات المالية.
- استمرار العجز في الموازنة الأمريكية، وفي هذا الصدد فكرت حكومة "ريغان"، بتخفيض العجز بـ 23 مليار دولار، وذلك بتخفيض النفقات وزيادة الضرائب، وبعد فشل الوعود بإصلاح الأوضاع، أدى ذلك إلى فقدان الثقة بالحكومة.
- رفع أسعار الفائدة، بسبب استمرار العجز في الموازنة الأمريكية.
- تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية.

النتائج المترتبة عن الأزمة¹⁸¹:

في يوم 17 أكتوبر 1987، بلغت أسعار الأوراق المالية أدنى مستوى لها ، حيث فقد مؤشر "داو جونز" 502 نقطة مخلفا خسارة تقدر بـ 500 مليار دولار، وانتشرت الأزمة إلى بقية دول العالم خاصة لندن التي خسر مؤشرها (22%) من قيمته ، وطوكيو التي خسرت (17%) من قيمتها ، وكانت هذه الأزمة أكثر وطأة حتى ذلك التاريخ بعد أزمة 1929 كما أن هذه الأزمة امتدت إلى عام 1988 حيث عرف بأزمة إدارة الأموال.

3-الأزمة المالية الراهنة 2008

لقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات، فيما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، حيث تعد العقارات في أمريكا أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، والأزمة بدأت فيما عرف بالرهون العقارية الأقل جودة (subprime) التي نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة بطريقة مختلفة، وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى، غير أنها في مضمونها غير ذلك، فقد كانت العقود في صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل، وإذا كان من الطبيعي أن يهدف كل فرد إلى امتلاك عقار يتخذه كمسكن له يعيش فيه، وإذا كان هناك من مواردهم المالية المتاحة تسمح لهم بذلك، فإن عددا آخر يكون هو الأكبر من الأفراد لا تسمح لهم إمكانياتهم المتاحة فعل ذلك، مما يلجئون إلى الاقتراض، وفي الولايات المتحدة الأمريكية سعت إدارة الرئيس السابق بوش إلى إتاحة الفرصة أمام كل أمريكي

¹⁸⁰ مروان عطون، مرجع سابق ، ص 220-223.

¹⁸¹ حسن ثابت فرحان، أثر الأزمة المالية العالمية الحالية على أداء المصارف الإسلامية والتنمية، بحث منشور على الرابط: <http://al-azmah.com/ar>

ليملك منزلاً خاصاً به، ولتسهيل هذه المهمة قام البنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة بخفض معدلات الفوائد لكي يتيح للمقترضين إمكانية الاقتراض من أجل تملك السكن¹⁸².

وتعود بداية الأزمة حين توسعت المؤسسات المالية الأميركية في منح قروض سكنية لعدد كبير من الأفراد لتمويل شراء سكنات، وارتفع معدل التملك السكني في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69,2% سنة 2004 وتم تشجيع هذه العملية من قبل الحكومة الأميركية بمقتضى القانون الصادر سنة 1977 والذي نص على إمكانية أن تحصل أي مؤسسة مالية على ضمانات لودائعها المالية من الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع، إذا التزمت بالإقراض إلى أسر أمريكية من ذوي الدخل المتواضع.

وقد تمثلت أزمة الرهن العقاري بالخطوات التالية¹⁸³:

- شركات الرهن العقاري لجأت إلى بيع المساكن والعقارات للأفراد بفوائد وشروط ميسرة، مقابل رهنها حتى تسديد أقساط البيع وتبقى سندات الملكية لدى الجهات المقرضة.
- نتيجة هذه التسهيلات أقبل الأمريكيون على شراء العقارات بهدف السكن والاستثمار الطويل المدى، وكذا المضاربة بشكل واسع خاصة بعد تسهيل الدفعة الأولى، وتغطية القرض لكامل سعر المسكن.
- ازدهرت السوق العقارية في الوهلة الأولى، وانعكس ذلك على ارتفاع قيمة الأصول العقارية للمقترضين، وكذا قيمة أسهم الشركات العقارية.
- بفعل انفتاح الأسواق المالية على بعضها أقبلت الشركات والبنوك الخاصة والمركزية وكذا المتعاملين على شراء الأسهم في شركات الرهن العقاري الأمريكية، مما أدى إلى ارتفاع قيمتها ارتفاعاً كبيراً، وأصبحت مصدر جذب لأموال المستثمرين في الداخل وفي الخارج.
- ارتفعت أسعار العقارات خاصة السكنية بحوالي 124% خلال الفترة 1997-2006، مما حفز الكثيرون على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة، حيث ارتفع معدل التملك السكني في الولايات المتحدة الأمريكية من 64% في 1996 إلى 69,2% في 2004.
- المراهنة على الارتفاع المستمر في أسعار العقار، هو الذي دفع إلى منح القروض شديدة المخاطر، لأنها مضمونة برهن المنزل الذي تم شراؤه، حيث إن الفكرة الأساسية كانت أن أسعار

¹⁸² لمياء بوعروج (2009)، الأزمة المالية الحالية، دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدث، والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي، ورقة عمل مقدمة في الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، الجزائر، ص 1-5.

¹⁸³ سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دمشق: دار النهضة، ص 32.

العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية لا يمكن إلا أن ترتفع، وهنا فإن عدم قدرة المقرض على الدفع يمكن تعويضها وبسهولة بواسطة بيع العقار المرهون.

- إمكانية تكرار الاقتراض بضمان قيمة السكن والسداد المبكر للقروض بدون رسوم، فإمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للسكن تسمح للجمهور بالاستفادة مباشرة من ثروتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار السكنات، وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرتهم على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة انخفاض أسعار الفائدة.
- بسبب ارتفاع التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال عامي 2005 و 2006 الذي تراوح بين 3,4% و 3,2% ارتفعت أسعار الفائدة فتضاعفت مشكلة القروض العقارية، وأصبحت غير ممكنة الاحتمال لمعظم المقرضين من ذوي الدخل المتدنية وذوي المخاطر العالية، وبدأت تظهر بشكل جلي حالات التخلف عن السداد وحالات الحجز على الرهن.
- بدأت حالات التأخر عن السداد بالارتفاع منذ عام 2001 لمختلف أنواع القروض العقارية دون تمييز حيث وصلت إلى ما نسبته 16%-20% لكافة أنواع القروض باستثناء القروض ذات أسعار الفائدة الثابتة، التي سجلت نسبة أقل من 12% خلال الفترة 2001-2006 وهو ما أدى خسارة الشركات العقارية لأموالها، ونتج عنه ارتفاع حالات الحجز على الرهن عامي 2007-2008.
- مع ازدياد حالات التخلف عن السداد وصلت حالة انتعاش أسعار المنازل إلى نهايتها، وبدأت أسعار المنازل بالانخفاض السريع، ومما زاد الأمر سوءاً، أن انخفاض أسعار العقار تزامن مع انتعاش عمليات بناء المنازل الجديدة، فحصل فائض في العرض استمر إلى سنة 2007، إن انخفاض أسعار المنازل رفع من نسبة التخلف عن السداد وزاد من خسائر الشركات المقرضة نتيجة عدم تغطية أسعار المنازل المحجوزة للقروض المقدمة للعائلات المتخلفة عن السداد.
- عمدت الشركات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية على الاقتراض من المؤسسات المالية لمنح قروض عقارية، وذلك عن طريق أدوات الهندسة المالية، حيث قامت ببيع القروض العقارية المرهونة بالعقار وغيرها من القروض المتعثرة على شكل سندات مرهونة بالعقار، لبنوك استثمار ومؤسسات مالية أخرى محلية وأجنبية، حيث بلغت القروض عالية المخاطر التي تم تحويلها إلى سندات وبيعها إلى مستثمرين في الأسواق المالية بين 60%-80% خلال الفترة 2001-2006.
- قامت المصارف وشركات العقار ببيع الديون إلى شركات التوريق، التي أصدرت بموجبها سندات قابلة للتداول في أسواق البورصة العالمية من خلال ما يعرف بعمليات "التسديد"، أو "التوريق" وتولت عمليات التوريق والتي أدت بدورها إلى توسع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.
- ولتعزيز مركز السندات قامت البنوك والمؤسسات المالية بالتأمين على السندات لدى شركات التأمين، على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التأمين عليها ضماناً لسداد قيمة السندات من

طرف شركة التأمين، هذا في حال إفلاس البنك أو عجز صاحب العقار عن السداد، كما قاموا برهن تلك السندات للاستفادة من أسعار الفائدة، مما شجعهم على اقتناء المزيد من تلك السندات.

- تم إصدار أدوات مالية جديدة تسمى "المشتقات المالية" حيث تم المضاربة عليها في الأسواق المالية وبصورة منفصلة عن السندات، وكنتيجة لتلك الفروق في الأسعار التي أرهقت أصحاب العقارات وتوقفوا عن التسديد، قامت البنوك ببيع العقارات محل النزاع والتي رفض مالكوها الخروج منها، وكنتيجة لهذا النزاع بين البنوك وأصحاب العقارات أدى ذلك إلى انخفاض قيمة تلك العقارات بدءاً من عام 2007 وأصبحت قيمتها أقل من قيمة السندات المتداولة والصادرة بشأنها، فلم يعد في مقدور الأفراد سداد ديونهم حتى بعد بيع السندات التي بدأت قيمتها في الانخفاض، فأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية، وكنتيجة لتضرر المصارف الدائنة من عدم السداد، هبطت قيمة أسهمها في البورصة وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين إفلاسها، فسيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة مما دفع في اتجاه قيام المودعين بسحب ودائعهم، وانعكس سلباً على سيولة البنوك على الرغم من تدخلات البنوك المركزية والتي جاوزت 500 مليار دولار فأعلنت إفلاسها، وتوالت الخسائر وانخفضت أسهم البنوك وشركات الاستثمار العقاري، والنتيجة أصيبت الأسواق المالية بالشلل التام.

النتائج المترتبة على الأزمة¹⁸⁴:

- انهيار مجموعة كبيرة من البنوك التي كانت تعطيها مؤسسات التصنيف تصنيفاً عالياً، فقد انهار 25 بنك في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الربع الأخير من عام 2008 و 140 بنكاً في عام 2009 و 30 بنكاً حتى منتصف شهر مارس 2010.
- تداعي عملاء البنوك لسحب ودائعهم من البنوك، مما أثر على حجم أصول البنوك مما اضطر الحكومات للتدخل بضخ مليارات الدولارات كقروض للبنوك لمواجهة طلبات السحب من قبل العملاء، فعلى سبيل المثال ضخّت الولايات المتحدة الأمريكية 700 مليار دولار لخزائن البنوك، وضخت بريطانيا قرابة 450 مليار دولار، وتفاوتت الحكومات في حجم ما ضمنته من أموال في أجهزةتها المصرفية، إلا أنها بالتأكيد ضخّت أموالاً كثيرة .
- انخفاض أسعار الفائدة إلى أدنى مستوى لها.

¹⁸⁴ العديد من المراجع:

بلعوز بن علي و آخرون (2009)، الأزمة المالية وسبل معالجتها، بحث منشور ضمن الملحق الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، بحث منشور على الرابط: <http://al-azmah.com/ar>

فوزي عبد الرزاق وآخرون (2009)، الأزمة المالية والبدايل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي - رؤية مستقبلية-، بحث منشور على الرابط: <http://al-azmah.com/ar>

- انخفاض طلب التمويل للبنوك.
- رفض البنوك الإقراض فيما بينها خوفاً من الإفلاس.
- انخفاض عمليات البنوك في العالم، وبالتالي انخفاض أرباحها، وقد أظهرت ميزانيات البنوك لعامي 2008 و 2009، انخفاضاً هائلاً في أرباح البنوك.
- زيادة المديونية الدولية سواء على مستوى القطاع الخاص أو العام.
- زيادة العجز في الميزانيات العامة في كثير من الدول، كان أكبرها عجز الموازنة العامة الأمريكية والذي يبلغ حوالي تريليون دولار أمريكي .
- انخفاض أسعار السلع الإستراتيجية كالسكر والحديد والأرز والنفط حيث انخفض سعر برميل النفط من 147 دولار للبرميل في 2008/9/15 إلى قرابة 40 دولار بعد الأزمة، ولا تزال أسعاره في هذه اللحظة تدور حول 75 دولار للبرميل الواحد أي حوالي 50% فقط من قيمته عند اندلاع الأزمة.
- انخفاض معدلات النمو الاقتصادي في كثير من الدول المتقدمة منها أو المتخلفة، كنتيجة لانخفاض النشاط الاقتصادي ومعدلات التبادل الدولي، حيث انخفضت بنسبة تصل إلى حوالي 34%، كما أن تباطؤ النمو الاقتصادي قد أصبح السمة الغالبة لاقتصاديات الدول الأوروبية والآسيوية والولايات المتحدة الأمريكية.
- ارتفاع معدلات البطالة بشكل لم يسبق له مثيل منذ أزمة 1929.
- الخسائر الضخمة التي تكبدتها مؤسسات القطاع الخاص بما في ذلك البنوك، سواء فيما يتعلق بأوراقها المالية، أو أصولها الأخرى، حيث نجد أن بعض المؤسسات فقدت أكثر من 50% من أصولها خاصة بعد انتقال الأزمة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي.
- شطب مقادير ضخمة من الديون المعدومة من قبل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وهناك تفاوت كبير في تقدير تلك المبالغ.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للأزمات المالية

إن الأزمات المالية لا تلزم فقط أصحاب القرار بالبحث عن علاجات للأزمات بل تدفعهم أيضاً لإيجاد تفسيرات كافية والغوص في تحليل أسبابها، ولهذا فقد برزت عدة نظريات مفسرة للأزمات باختلاف المدارس الاقتصادية وعبر الزمن اشتركت في البحث في تفسير وعلاج الأزمات ومن هنا فسوف نحاول من خلال هذا المبحث تقديم عرض مختصر وشامل لمختلف النظريات التي تناولت تفسير الأزمات.

أولاً: الأزمة عند الكلاسيك

خلال القرن 19 عرف الاقتصاد العالمي اضطرابات دائمة خاصة تلك الحقبة الزمنية للحرب الفرنسية والانجليزية (1806-1810) ويعتقد الكلاسيك بأن الأزمة هي ظاهرة قصيرة الأجل وتمس قطاعات محددة كالزراعة والنسيج والسكك الحديدية وغيرها. ولم يتطلب ذلك دراسة عميقة ويعتبرونها كآلية تعديل تحمل تطورات جديدة خاصة منها التقنية من شأنها تصحيح الأخطاء أو التغيرات غير المتوقعة¹⁸⁵.

يرى الكلاسيك بأن الأزمة تحدث نتيجة انخفاض في الاستهلاك مقارنة مع العرض أي الإفراط في الإنتاج أو الفائض في الادخار أو نتيجة تطورات تقنية سريعة، وفي هذا الشأن فقد بين S.Mill أن الفائض في الادخار قد يؤدي إلى تقليل الاستهلاك وقد أكد هذه الفكرة كلا من Mathus و Sismondi¹⁸⁶.

ففي النظرية النيوكلاسيكية فالتوازن يحدث ذاتيا وعليه فيمكن القول بأن الأزمات نادرا ما قد تحدث فالاحتلال ينشأ من عوامل خارجية التي تحد من الأداء الجيد للأسواق وتؤدي بنهاية الأمر إلى توازن جديد يكون ليس ذاتيا. إذا فالأزمة هي ظاهرة مؤقتة ليست مرتبطة بالأداء وهيكلية الرأسمالية ما يعكس صورة سلبية حول الأزمات فعلى حد تعبيرهم أن الأزمات هي فراغ لا يؤدي إلى بناء خاص.

وعموما يرجع الكلاسيك الأزمات ذات الطابع النقدي أو المالي إلى¹⁸⁷:

أولاً: يمثل دوران الأوراق النقدية محل العملة المعدنية حيث أولى كل من Smith و Ricardo أهمية كبيرة لهذه الظاهرة معتبرين أنه في الوقت الذي تكون فيه كمية الأوراق النقدية المتداولة غير متوافقة تماما مع كمية الذهب في شكل احتياطات لدى البنوك المصدرة للعملة فإنها تتعرض للمخاطر؛

ثانياً: تدخل الدولة في المجال النقدي إذ يعتبر الكلاسيك أن كل ما تقوم به الدولة يشوه أداء القوانين الطبيعية للاقتصاد وبالتالي فهي توفر الفرص للخلل والأزمات. وهذا الطرح الخاص بدور الدولة كعامل مكسر للأزمات يفسره Smith على أنه تغليب المصالح الخاصة على المصالح العامة وهم يعدون من دعاة عدم تدخل الدولة في تسيير الشؤون الاقتصادية والمالية.

يشرح Stanely Javons التغيرات في الأسعار باستخدام النظرية الرياضية للاقتصاد السياسي وقد عالج هذه التغيرات على المدى البعيد. أما Walras يعتقد بأن الأزمات هي ظاهرة عدم التوازن وقد أسس

¹⁸⁵ Enter.F (2000), Histoire de la pensée économique, Economica, p 162.

¹⁸⁶ Mill.S (1873), Principes, Vol 1, p76.

¹⁸⁷ Jacque.P (1997), Les trois crises du XX^e siècle, Ellipes Marketing, p7.

نموذجا رياضيا يسمح بتقديم صورة واضحة للوضع التي يكون عليها الاقتصاد ويركز على التبادل الحر للمنتجات وحرية تنقل العمالة وحرية حركة رؤوس الأموال وحرية استعمال الأرض¹⁸⁸.

وقد نشر Thomas Tooke و William New-March مؤلفا بعنوان **Histoire de prix** عام 1838 الذي يقوم على فرضية أن التغيرات في الطلب الإجمالي للمنتجات المستهلكة تضع إطارا للتغيرات في الأسعار وأن الطلب الإجمالي يتوقف على دخل الأفراد¹⁸⁹.

وقد حاول J. Schumpter بفهم الظاهرة النقدية بإصداره مؤلفه بعنوان: **La théorie de l'évaluation économique** والذي من خلاله قدم مفهوم جديد للنمو الاقتصادي. ولفهم صيرورة النمو عنده فهو لا يفترض أن الاقتصاد لا يتغير من مرحلة لأخرى وعليه فلا وجود لادخار صافي ولا لاستثمارات صافية فيكون بذلك معدل الفائدة مساويا للصفر. وقد أطلق اسم الدورة الاقتصادية على هذه الوضعية وانطلاقا من ذلك حاول فهم تطور النمو الاقتصادي بطرحه الإشكال الرئيسي: ما السبب الرئيسي وراء الانتقال من الدورة الاقتصادية للتطور الاقتصادي؟

وقد أجاب عن ذلك في النقاط الآتية¹⁹⁰:

- إنتاج منتج جديد؛
- إدخال طريقة إنتاج جديدة؛
- توظيف جديد؛
- تأسيس منظمة جديدة؛
- إيجاد مصدرا جديدا للمواد الأولية أو منتجات نصف مصنعة.

ثانيا: الأزمة عند ماركس

بشكل عام أخذ ماركس موضوع الأزمة بجدية واهتمام كبيرين على عكس ما قدمه الكلاسيك ويجد تحليل ماركس جذوره المستوحاة من فلسفة هيغل. وقد بين أنه لا وجود لقوانين اقتصادية أزلية وكما وضح أن تصرفات المتعاملين تؤثر سلبا على المجتمع¹⁹¹.

¹⁸⁸ Walras.L (1952), **Eléments d'économie politique**, Edition Définitive, Paris, p 44.

¹⁸⁹ Op.cit, p 605.

¹⁹⁰ Schumpter.J (1942), **Capitalism, Socialism and Democracy**, traduction française, **Capitalisme, Socialisme et Démocratie**, Paris, Pagot, 1951.

¹⁹¹ جيمس بيرك (1994)، **عندما يتغير العالم**، ترجمة ليلي الجبالي، الكويت، عالم المعرفة، ص 284.

وقد عاش ماركس بوصف مساوئ النظام الرأسمالي وأن أسسه وطبيعته تولد حتما الأزمات التي تزداد حدتها مع مرور الزمن وفي النهاية فالأزمات تذهب بالنظام وتسمح بمرور الاشتراكية. وبحسبه فالأزمة هي نتاج الإفراط في الإنتاج التي نشأت في أسلوب النظام الرأسمالي ولا تتكرر إلا في ظله، ووفقا للماركسية فالأزمات الاقتصادية هي أزمات حتمية وهي اجتماعية بقدر ما هي اقتصادية ومغيرة للبنية على الأقل إن لم تكن مزيلة لها فالأزمة هي فوضى واختناق الأسواق وإفلاس وبطالة.

كما أن الأزمات هي ظواهر تتكرر على نحو دوري في الاقتصاد الرأسمالي وتسمى الفترة بين أزمة اقتصادية وأخرى بالدورة الصناعية. وترجع الأزمة المالية للرأسمالية إلى احتدام مجموعة من المتناقضات الرأسمالية المعاصرة وهي:

- التناقضات المرتبطة باحتدام الصراع في مجال العلاقات الاقتصادية الدولية نتيجة لفعل قانون تفاوت التطور الاقتصادي والسياسي في الدول الرأسمالية.
- التناقضات والنزاعات الاجتماعية والاقتصادية فشدة الأزمة في السبعينيات قد جرت في ظروف التضخم المالي المتزايد للدولار من خلال الإصدار المفرط للنقود الورقية لتغطية النفقات الحربية انجر عنه نمو المديونية الخارجية للدول وانخفاض القدرة الشرائية للعملة.
- تعتبر الأزمة النقدية نتاجا لمجموعة التناقضات المعبرة عن التضارب بين الاحتياجات الموضوعية للتنمية الدولية وبين الأشكال الرأسمالية الحديثة للعلاقات النقدية ذلك أن التدخل النشط للدولة الرأسمالية في مجال العلاقات النقدية والمالية ومحاولات تنظيمها لا تتماشى مع الطابع العفوي للعلاقات الاقتصادية للرأسمالية.
- التناقضات الناتجة عن الصراع بين النظامين العالمين والتي ترغب الامبريالية على المزيد من التكيف مع الميزان الجديد للقوى.
- احتدام التناقضات بين الدول الرأسمالية من جهة والنامية من جهة أخرى إذ أن الوضع الاقتصادي لمعظم البلدان النامية بالغ السوء بسبب قلة الاحتياطات وتردي صادراتها.

وعلى هذا الأساس فقد اعتبر العديد من الاقتصاديين أن أزمة 1929 قد حققت تنبؤات ماركس وقد أكدتها أزمة السبعينيات والتي من خلالها مرة أخرى أن هناك أزمة عامة للرأسمالية. لكن البعض يرى بأن الأزمة ليست مشكلا في حد ذاتها بل في غالب الأحيان تسهم في تطوير الفكر وتجديده. وأنه بالرغم من ذلك فالأزمات الرأسمالية قادرة وبجدارة على تجاوز مآزقها.

ثالثا: الأزمة عند المدرسة الحدية

خلال السنوات 1860 و 1890 ومع ظهور النظرية الحدية فهناك العديد من مؤسسيها من ركز على إشكالية الإفراط في الإنتاج والأزمات الاقتصادية. فقد قام John Mill عام 1867 بنشر مقال بعنوان: **Les cycles des crédits et les origines des paniques commerciales** يشرح من خلاله كيف أن الأزمات تحدث بسبب السلوك النفسي¹⁹².

أما الفرنسي Clément Juglar فقد نشر مؤلفه الذي يعنون بـ: **Crises commerciales et leurs retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats Unis** والذي من خلاله قدم شرحا ووصفا دقيقا لدورات الأعمال وتكرارها والسمة المشتركة بين هؤلاء الاقتصاديين في تفسيرهم للأزمات هو اعتمادهم على ثلاثة نظريات أساسية: نظرية الاستهلاك المخفض، نظرية الإفراط في الترسمل ونظرية التسارع.

1- نظرية الاستهلاك المخفض La théorie de la sous consommation

تناول البريطاني John Atkinson Hobson مع الاقتصادي AF.Mummery من خلال مؤلفهما المشترك بعنوان: **La phycologie de l'industrie** تفسير الأزمات عن طريق الاستهلاك المخفض¹⁹³. وقد استندا على فكرة آدم سميث بأن حجم الإنتاج يتوقف على وسائل الإنتاج المتاحة وقد يكون هذا الحجم أقل من قيمته العظمى بسبب وجود فائض في الادخار.

وهذه النظرية تختلف كثيرا عن تلك الخاصة بـ Sismondi لأنهم لا يهتمون تأثير الادخار ولأن الاستثمار يتحقق عند وجود طلب على المنتجات وعلى أنه حتمية لأرباب العمل للاستثمار. وفي تفسيرهما لمشكلة البطالة فيرجعانها أساسا للتوزيع غير العادل للمداخيل بسبب الفائض في الادخار وانخفاض الاستهلاك.

2- نظرية الإفراط في الترسمل

نشر الاقتصادي الروسي Trigan Baranovaski كتابه عام 1984 الذي بعنوان: **Les crises industrielles en Angleterre** وقد قدم تحليلا نظريا معتمدا في ذلك على تحليل ماركس للأزمة ولكن نتائجه المتوصل إليها بعيدة كل البعد عن تلك الخاصة بماركس وأوضحت تأثره بالفكر الرأسمالي الغربي. وقد بين بأن التوازن يتحقق إذا كان القطاع الأول مرتبطا بصفة دائمة مع القطاع الثاني، هذا يعني بأن

¹⁹² Mills.J (1966) , Translation of the Manchester Statical Society, 1867, Im Denis.H, **Histoire de la pensée économique**, PUF, Paris, p 611.

¹⁹³ AF.Mummery et Atkinson Hobson John (1889), **The Phycology of Industry**, New York Kelleyand Millman (1956).

الاستثمار الإجمالي يعبر عنه بنسبة محددة من قيمة الإنتاج الوطني. وقد خلص أيضا أن الإفراط في الإنتاج ليس نتيجة الانخفاض في الطلب على المنتجات.

وعلى حسب اعتقاده فالتوازن دائما موجود يتطلب ذلك أن تكون وسائل الإنتاج متاحة وقد أكد أن التطور التقني من شأنه إلغاء مناصب والإبقاء على منصب واحد. ووصل بذلك إلى استنتاج أن الأزمة لا تقصر بفائض الادخار وإنما بانخفاضه وأن النمو هو نتيجة توظيف رأسمال. ولكن إذا تضاعف النمو خلال فترات زمنية متعاقبة فإن رأسمال سوف يستهلك ولا يوجد على إثر ذلك ما يتم إقراضه وبالتالي انخفاض الاستثمارات ووسائل الإنتاج بنسبة أقل من الإنتاج المطلوب.

أما الاقتصادي النمساوي A.F Hayek الذي فسر الأزمات الاقتصادية في مؤلفه عام 1928: **La théorie monétaire et cycles d'affaires** على أنها الإفراط في الترسل وقد عرضها مرة أخرى في مؤلفات أخرى: **التمن والإنتاج** عام 1931 و **الأرباح، الفائدة والاستثمار** عام 1935. ويعني بالإفراط في الترسل اتجاه الرأسمالية نحو نمو مفرط للقطاعات التي تنتج وسائل الإنتاج مقارنة مع تلك التي نتج السلع الاستهلاكية.

وبحسبه أن الإفراط في الإقراض يؤدي إلى تخصيص خاطئ وبالتالي تصبح بنية الإنتاج أكثر رأسمالية ممولة بادخار متزايد وتحدث أزمة الإفراط في الترسل على مرحلتين¹⁹⁴:

المرحلة الأولى: الهروب إلى الأمام ويتجلى في نوع من المواجهة بين الأسر (المستهلكين) والمشروعات وعلى حد تعبيره من غير المحتمل أن ينسجم الأفراد مع تخصيص دخلهم الحقيقي دون محاولة التغلب عليه وذلك عن طريق رفع إنفاقهم الاسمي. في هذا الوقت فالمنظمون يطالبون باعتماد جديد واستمرار ارتفاع الطلب على السلع الوسيطة وكذلك أسعارها وتزداد بذلك حدة التضخم ويرتفع سعر السلعة الوسيطة بنسبة أكبر بالنسبة لسعر السلع الاستهلاكية.

المرحلة الثانية: و هذا ما أسماه A.F Hayek الحاجز النقدي حيث تجد المصارف نفسها بأن تضع حدا لهذا التوسع في الإقراض وفي ضخ النقود، كما تلجأ الحكومات إلى إجراءات لمحاربة التضخم برفع سعر الفائدة ما ينجر عنه انخفاض الطلب على السلع الوسيطة مقابل الزيادة في الطلب على السلع الاستهلاكية فترتفع أسعارها بشكل أسرع من أسعار السلع الوسيطة وعلى إثر ذلك يتجه المستثمرون إلى تصنيع السلع الأكثر ربحية تاركين بذلك الأطوار السابقة التي ظهر بها انتعاش اقتصادي بمقدار ارتفاع

¹⁹⁴ دانييل أرنولد، ص 151-152.

معدل الفائدة، وفي هذه الحالة يحصل الإفراط في الترسل حيث تتكمش بنية الإنتاج وهذا الانكماش يأخذ شكل أزمة.

3-نظرية التسارع La théorie d'accélération

قد أولى Albert.A أهمية لمساهمة نظرية الدورات في مقالاته لعامي 1908 و 1909¹⁹⁵ وفي مؤلفه الذي نشر عام 1913 والذي يحمل عنوان: **Les crises périodiques de surproduction** وقد وضع من خلاله أن إنتاج وسائل الإنتاج تتطلب وقتاً زمنياً في مقابل ازدياد الطلب على السلع الاستهلاكية وبالتالي فالقدرة الإنتاجية لا يمنحها الزيادة بشكل فوري وهذا ما يؤدي طلب إضافي على وسائل إنتاج جديدة من شأنها رفع وبسرعة الإنتاج مقارنة بالطلب عليها وهذا ما سوف ينجر عنه الإفراط في الإنتاج وبالتالي توقف نشاط المستثمرين عن النمو والازدهار. وبحسبه التغيرات الدورية للإنتاج هي دوماً معتبرة في القطاعات الصناعية التي تنتج وسائلاً تستخدم من قبل القطاعات الأخرى.

في مقال نشره الاقتصادي الأمريكي John Maurice Clarck عام 1917 الذي بعنوان¹⁹⁶: **L'accélération du mouvements des affaires et la loi de demande : un facteur technique des cycles économiques** ومن خلاله فهو يفترض الاستهلاك (c) و رأسمال (k) ضرورية لإنتاج وحدة واحدة من سلعة فالقيمة النقدية للآلة للإنتاج (C) تقدر بـ: $C = c * k$

تمثل (L) الفترة الزمنية لوجود الآلة وعليه تصبح قيمة الآلة معطاة $c * k / L$

ففي حالة زيادة الاستهلاك بمقدار Δ_C فلا بد من زيادة قيمة الآلة بمقدار Δ_{KC} فالزيادة هي نسبية لإنتاج آلة أي: $\Delta_{KC} = \Delta_C * k / L$

فوفقاً لهذه النظرية فإن أي زيادة في الاستهلاك ينتج عنها زيادة معتبرة في الطلب على وسائل الإنتاج وهذا ما نعني به التسارع على طلب وسائل الإنتاج.

¹⁹⁵ Albert.A (1908, 1909), *La réalité de surproduction générale*, Revue d'Économie Politique.

¹⁹⁶ John Maurice Clarck (1917), *L'accélération du mouvement des affaires et la loi de demande: un facteur technique des cycles économiques*, The Journal of Political Economy, p 217-235.

وقد توالى عدة دراسات ومنشورات مؤلفات حول نظرية التسارع لكل من ¹⁹⁷Irving Fisher و ¹⁹⁸Ludwing و ¹⁹⁹Robertson الذين بينوا أن الزيادة في الأسعار في فترة الازدهار تحفز الأسر على تخفيض الاستهلاك ما يؤدي إلى ادخار متزايد.

رابعاً: الأزمة عند كينز

بدأ كينز تحليله للأزمة بدراسة أسباب الانهيار الاقتصادي عام 1929 بالولايات المتحدة الأمريكية وفي بحثه لمصادر الأزمة نشر مؤلفاً عام 1930 بعنوان: *Traité de la monnaie* موضحاً من خلاله الجوانب النقدية للانهيار الاقتصادي التي كانت العامل الوحيد لشرح فكرة عدم كفاية لاستثمارات في تفسير الأزمة.

ولشرح نظريته فقد ميز بين قطاعين قطاع إنتاج وسائل الإنتاج وقطاع إنتاج السلع الاستهلاكية مفترضا وجود التوازن بين الطلب والعرض في إنتاج وسائل الإنتاج وفقاً لنظام الطلبات وإذ يبقى فقط البحث في كيفية إعادة التوازن بين الطلب والعرض في قطاع إنتاج السلع الاستهلاكية²⁰⁰.

حسب نظريته فالإنتاج الوطني R عبارة عن:

- R_1 : تكلفة إنتاج سلع استهلاكية؛
- R_2 : تكلفة إنتاج وسائل الإنتاج.

فالدخل الناتج يتم توزيعه على نحو مصاريف عادية لسلع الاستهلاك أو لادخار عادي لوسائل الإنتاج أي: $R_1 + R_2 =$ مصاريف عادية + ادخار عادي

فإذا كان الادخار أكبر من استهلاك المصاريف العادية هذا ما يعني أن أسعار إنتاج السلع الاستهلاكية أقل بالمقارنة مع تكاليف إنتاجها وهو ما يؤدي إلى انخفاض الأسعار وبالتالي انخفاض الأرباح العادية وهذا ما يعني أن الاقتصاد في حالة ركود. وهذا ما فسره كينز أن الانهيار الاقتصادي يحدث عندما يكون حجم الادخار معتبراً مقارنة مع الاستثمار ينتج عنه خلل في سوق السلع الاستهلاكية مما يحتم على المنتجين بيع منتجاتهم بأسعار منخفضة عن تكاليف إنتاجها.

¹⁹⁷ Irving Fisher (1912), *The Purchasing Power of Money*, In Hutchison TW (1953), *A Review of Economic Doctrines 1870-1929*, Oxford, P 75.

¹⁹⁸ Von Mises.L (1912), *La théorie de la monnaie et du crédit*, In Hutchison TW (1953), op.cit, p 75.

¹⁹⁹ Robertson.DH (1912), *Banking Policy and Price Level*, In Hutchison TW (1953), op.cit, p 75.

²⁰⁰ Keneys.JM (1930), *A Treatise on Money*, London, p 123.

وبالنسبة لكينز تحتل العوامل النفسية أهمية كبيرة في تحليله إذ يرى أن الأزمة تستدعي تدخل الدولة من أجل إنعاش الفاعلية الحدية لرأس المال²⁰¹. كما بين كينز أن هناك ثلاث دوافع للاحتفاظ بجزء من الدخل في شكل سيولة وهي: دافع المعاملات، الاحتياط والمضاربة، وأن قوة السوق تترجم من خلال سيطرة منطق المضاربة قصيرة الأمد على منطق المؤسسة والاستثمار طويل الأمد والحل هنا يكمن في تنظيم الأسواق المالية خاصة منها سوق الصرف لتفادي المضاربة على النقد فالضرائب على الرأس المال والرقابة الإدارية لحركية رؤوس الأموال من شأنها التخفيف من الاضطرابات.

خامسا: الأزمة في فكر المدرسة النقدية

على العكس من كينز يعتبر النقديون أن التضخم ظاهرة غير مرغوب فيها وأن منحى فيليبس للعلاقة بين التضخم والبطالة لا يتحقق دائما وبالنسبة إليهم أن أسباب حدوث الأزمات يعود إلى عوامل نقدية بحتة ترتبط بحجم النقود والائتمان وأسعار الفائدة، إذ يحصل انتعاش اقتصادي عندما يتسع عرض النقود، ويمكن أن يستمر هذا الانتعاش إلى أن يبلغ مراده أي عندما تستمر أسبابه. ويحدث تضخم في الاقتصاد عندما يحصل العكس أي انكماش في الاقتصاد أي عندما يحدث انكماش في عرض النقود إلى أن يصل إلى حد أن يتحقق الكساد. وبالتالي فإن أسباب التقلبات والأزمات هي أسباب تتصل بالنقود والائتمان وأسعار الفائدة والسياسات التي ترتبط بها.

وعلى هذا الأساس فإن أي زيادة في عرض النقود بما يساوي معدل الإنتاجية في الأجل الطويل لن يؤدي إلى الاستقرار الاقتصادي ذلك أن الاستهلاك سوف يميل إلى التناقص في الأجل الطويل وذلك لضعف التشغيل²⁰².

لم تلق النظرية الكينزية استجابات واسعة على مستوى السياسات بينما طرح فريدمان وأتباعه من المدرسة النقدية آراء مقنعة وقد كان صعود المدرسة النقدية وجيزا فالمعروض النقدي لا يكون مفيدا كهدف من أهداف السياسة إلا إذا كانت العلاقة بين النقد وإجمالي الناتج المحلي الاسمي مستقرة ويمكن التنبؤ بها²⁰³.

ما يراه النقديون أن تدخل الدولة في المجال النقدي يعتبر سببا في نشوء الأزمات معتبرين بذلك أن للدولة دورا سلبيا على الأداء بدلا من ترك الأداء لحرية قوانين السوق وقد أكد ذلك أيضا أحد مشاهير

²⁰¹ منير الحمش (1999)، أوراق في الاقتصاد السياسي للأزمة الاقتصادية الراهنة، منشورات اتحاد الكتاب العرب، ص 35.

²⁰² مدني بن شهرة (2009)، الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل - التجربة الجزائرية -، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ص 33.

²⁰³ ثروت جيهان وآخرون (2014)، ما هي المدرسة النقدية؟، مجلة التمويل والتنمية، العدد، ص 39.

الحركة الليبرالية²⁰⁴ M.Rothbard. بينما قد أعزى الاقتصادي الأمريكي John Goldbraith إلى زيادة رقعة الهوة بين ارتفاع مرد ودية الإنتاج الصناعي من جهة وجمود الأجور والأسعار من جهة أخرى أما J.Schumpter فقد أرجع الأزمات إلى عامل تطور التكنولوجيا.

سادسا: الأزمة في المدرسة النمساوية

قد استند تفسير المدرسة النمساوية للأزمات من خلال الاعتقاد الذي ساد لدى هؤلاء الاقتصاديين بأن الأزمات تنشأ بسبب التوسع الائتماني ومدد الانكماش الائتماني الدورية التي تحصل في البنوك المركزية²⁰⁵.

استمدت المدرسة النمساوية أصل أفكارها من أفكار الاقتصادي البريطاني David Ricardo تلك الأفكار التي أكدت أن المصارف البريطانية وبدعم من البنك المركزي البريطاني يمكنها أن توسع من ائتمانها من خلال القروض من فوائض احتياط الذهب المخزن لديها. وأن هذا التوسع الائتماني هو بمثابة توسع في النشاط الاقتصادي وهذا ما يقود إلى ارتفاع الأسعار للسلع المحلية، الأمر الذي يؤدي بالمستهلك إلى التحول نحو السلع المستوردة بالإضافة إلى انخفاض الطلب على الصادرات لذلك البلد بسبب ارتفاع الأسعار. وهذا ما يعني زيادة تدفق الذهب خارج البلد كون التدفق النقدي الذي خلق هذا النشاط في الاقتصاد أصلا مصدره الاحتياطيات الذهبية لدى البنوك سبب نقصا شديدا في الاحتياطيات النقدية²⁰⁶.

وأخيرا فإن البنوك تجد نفسها لا تملك إلا القليل من الاحتياطيات الذهبية وأن التوسع الائتماني لا يمكن ديمومته، فيما يجدر بها اتخاذ سياسة انكماشية للمحافظة على احتياطياتها المتبقية. تلك السياسة الانكماشية في عرض النقود ستؤدي بالأسعار إلى الانخفاض مسببة انخفاض نشاط الأعمال وارتفاع معدلات البطالة وركودا اقتصاديا عاما.

وقد كرسّت المدرسة النمساوية في تحليلها لطبيعة الأزمات فكرة الحلول المسبقة من خلال التأكيد على الأساليب الفردية إذ عادة ما ركز منظروها على العودة إلى التاريخ لاستنباط الحلول التي استخدمت في حل مثل هذه المشاكل ورفض المدرسة القاطع للاعتقاد السائد بأن الأزمات هي ظاهرة مصاحبة للاقتصاد الحر.

سابعا: الأزمة في فكر Irving Fisher

²⁰⁴ Jacque.P, op.cit, p 119.

²⁰⁵ David.G (1997), **Business Cycle and Depressions**, Garland Publishing Co, New York, p 23.

²⁰⁶ Roger.W.G (1986), **The Austrian Theory of Business Cycle in the Light Modern Macro-economic**, University of South Florida, p 53.

درس Irving Fisher نظرية الانكماش الائتماني لأجل إعطاء تفسير لأزمة 1929 وهي محاولة تملئها الأحداث لسد الثغرات في نظريات دورات الأعمال كرد فعل للسلوك الكارثي للاقتصاد. وتميزت هذه الأحداث بانخفاض قيمة الأسهم في بورصة نيويورك متبوعة بفترة طويلة من الانكماش والانخفاض في الإنتاج وارتفاع البطالة وفقدان عام للثقة.

ويرى Irving Fisher أن الكساد الكبير هو لعوامل حقيقة وغير نقدية لسببين هما الإفراط في المديونية والانكماش²⁰⁷. وبحسبه فهما يشكلان آليتين أساسيتين في حدوث الأزمات الاقتصادية بينما الإفراط في التراكم الرأسمالي وتناقص الاستهلاك هي نتاج لهذه الأزمات. ووفقا له فالدورة مع الابتكار الذي يفتح آفاقا جديدة للأرباح، وقد ذكر Boyer في مقاله بعض التشابه بين تحليل Irving Fisher و J.Schimpter، أن العائد المتوقع يدفع بالمستثمرين بالاتجاه نحو الاقتراض لتحقيق أرباح معتبرة هذا التناؤل بعمل على جذب مستثمرين جدد مما يدفع بمستوى الإقراض. ويعرض هذه النظرية من خلال تقديم تسلسل منطقي وزمني²⁰⁸:

مرحلة ما قبل الدورة: وهي مرحلة لآفاق جديدة لتحقيق أرباح إلى من مستوى الأرباح العادية مرتبطة بالابتكار التكنولوجي أو دخول أسواق جديدة ويشجع المتعاملين الاقتصاديين للرفع من مديونيتها لتوقعات بارتفاع مرد ودية الاستثمارات.

مرحلة النمو: وفي هذه المرحلة يتزايد الاستثمار بوتيرة أسرع من الإنتاج في أوقات الركود وهذا ما خصه فيشر أن أزمة 1929 هي نتاج الإفراط في المديونية وبالتالي فإن معدل الفائدة لم يعد يشكل نقطة بداية في منطقتي التقلبات في نظرية انكماش الدين. فهي نظرية لا تهتم بالدورات النقدية والائتمانية ولكن الدورات المالية مع إدخال حركية للميزانية العمومية الشركات.

أسست نظرية فيشر إطارا تحليليا مختلفا في حقل الاقتصاد الذي هو علم النفس للأعوان الاقتصادية الذين في صميم عملية المديونية. هذه العناصر النفسية توقع أسبابا كالتنشوة المالية، نمو التوقعات بشأن المضاربة وظواهر الفقاعات والسلوك القطيع للأعوان وعدم تماثل المعلومات وللأسف لم يستطع فيشر توضيحها وبقيت أفكارا جنينية.

²⁰⁷ Boyer.R (1988), *D'un krach boursier à l'autre : Irving Fisher revisité*, Revue Française d'économie, Vol 3, N°3, p183-216.

²⁰⁸ Irving Fisher (1983), *The Debt-Deflation Theory : Theory of Great Depression*, Econometrica, p 342.

مرحلة الركود: التركيز في هذه المرحلة على انكماش الدين لشرح أسباب أزمة 1929 ويحلل مسالة تأثير انخفاض الأسعار على حالة الثقة للأعوان الاقتصادية والتي هي من أهم أسباب الكساد الاقتصادي الكبير.

تنتهي مرحلة ما قبل النمو بسبب كمية وطبيعة الديون الخاصة التي تعاقد عليها الأعوان الاقتصادية فالزيادة في الديون من شأنها إضعاف الأرصدة المالية للمدينين وخاصة الشركات التي هي بحاجة أكبر للاقتراض، مما يستدعي من الشركات إعادة هيكلة ميزانياتها في آن واحد ما يؤدي إلى السباق نحو التصفية. فالشركات تبحث عن النقد مقابل أصولها المالية فانخفاض الأسعار وتصفية الديون تتجم عنها مبيعات كارثية، فهذا التدهور يمكن أن يسبب تقليص المديونية على نطاق واسع. هذا لا يعني أنهم لا يميزون بين الزيادة في القيمة الحقيقية للدين وقيمه الاسمية، فالانخفاض في القيمة الاسمية للدين يصبح أبطاً من انخفاض القيمة الاسمية السندات التي هي بحوزة بعضا من المؤسسات التي اندرجت في عملية تقليص الدين. كذلك المدينين والبنوك تحاول أيضا إيجاد حلولاً لها ولكنهم ساهموا في تفاقم الوضع وبالنسبة لفيشر فهذا هو سر كل الأزمات الاقتصادية الكبرى.

وعلاوة على ذلك فتصفية الدين تسبب نقصا في المعروض النقدي وذلك بسبب طبيعة النقد التي هي مقابل الائتمان، هذا التقليل من المعروض النقدي تعزز من عملية انكماش الدين ورفع معدل الفائدة الاسمي والتي تؤثر بشكل مباشر على الاستهلاك والاستهلاك²⁰⁹.

في الواقع ليس هناك تحفيز للطلب من خلال انخفاض الأسعار يعيد بما فيه الكفاية أرباح الشركات لوقف دوامة الانكماش وبالتالي فإن انخفاض قيمة الموجودات المالية تؤثر على أسعار السلع والخدمات. وقد لاحظ فيشر أن الجمع بين هذين العاملين عبء الديون والانكماش الذي قد سبب الأزمات الكبرى. وقد توقع ما بين 1929 و 1933 أن سيولة الأصول سوف تؤدي إلى انخفاض بمقدار 20% من القيمة الاسمية للمديونية الخاصة ولكن بسبب الانكماش فإن القيمة الحقيقية للديون قد ارتفعت بمقدار 40% ما إلى انفجار الأزمة²¹⁰.

من ناحية أخرى فإن التباطؤ في سرعة دوران النقد الناتجة عن تدهور في حالة ثقة المستثمرين وتقلص المعروض النقدي أدى بالمؤسسات إلى تأجيل قراراتهم الاستثمارية وهذا إلى نتائج وخيمة على التجارة، الإنتاج والتشغيل. فانكماش الديون له آثار سلبية على سوق العمل يسبب نقص العمالة وبأسعار مرنة. فعلاج البطالة المقنعة، ومع ذلك لا يزال ملمحا، فإنه يدل على نقطة تحول للنظرية فهو يدرك استحالة

²⁰⁹ Boyer.R, op.cit, p 191.

²¹⁰ Nouriel.R et Stephen.M (2010), Economie de crise : Une introduction à la finance de futur, édition Jen Claude, p 79.

استبعاد البطالة من درايته للتقلبات الاقتصادية إذ لا يملك الوسائل الكافية لتقديم تفسير للإطار النظري للدورات كاملة التشغيل²¹¹.

أشار شال، على وجه الخصوص، إلى علاقة سببية بين الانخفاض في الأرباح والإنتاج لن يحدث من تلقاء نفسه على عكس ما يعتقد فيشر. وفي الواقع أن الأسواق المالية السائلة بما فيه من الكفاية يمكن أن تحل محل التمويل الذاتي وتدعيم النشاط.

مست الأزمة سعر الفائدة ما أدى إلى وجود توسعا بين أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية وفي الواقع فإن المعروض النقدي وتباطؤ سرعة النقد أدى في نفس الوقت إلى ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية بوتيرة أقل من ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وذلك لأن الفائدة الاسمية معير عنها بوحدات من النقد بينما الفائدة الحقيقية فهو معبر عنها بكميات من السلع فالانكماش قد خفض آليا من أسعار الفائدة الاسمية ورفع أسعار الفائدة الحقيقية. فانخفاض أسعار الفائدة الاسمية نتيجة حركات تصفية الديون وتتأثر هذه السندات من تقليص المعروض النقدي مما يرفع سعرها الاسمي ولكن إذا تجاوز مستوى معين فإن عكس هذا التوجه لن يكون له تأثير فالإقتصاد في وضع يسمى بفخ السيولة²¹².

إن آثار الأزمة على أسعار الفائدة تمثل الحلقات الأخيرة في التسلسل المنطقي لفischer وهي الأبطأ للمعالجة لأنها تؤدي إلى انهيار النظام المصرفي ومن هنا تنشأ الأزمة النظامية. فالتسلسل المنطقي لانكماش الدين لا تتفق مع التسلسل الزمني ففي حين اتساع الفجوة بين أسعار الفائدة والحقيقية هي النتيجة المنطقية لجميع العمليات الأخرى. فالارتباك يأتي من التمييز بين ما يتطلب زمنا منطقيا ونظريا من جهة ووقتا زمنيا وتاريخيا من جهة أخرى، وهو يسلط الضوء على العلاقات المتبادلة بين المتغيرات والتأثيرات المتكررة لتبرير الفرق بين السلوك النظري لانكماش الدين والزمن الحقيقي له²¹³.

بعد التطرق لنظرية فيشر للتسلسل المنطقي لانكماش الدين فالمسألة الآن هي حول استقرار التوازن في الإطار النظري. فمن خلال دمج الديون المستحقة للعملاء الخواص غير الماليين فقد كشف فيشر عن الظاهرة التالية: أنه كلما تطور الإقتصاد وتناما كلما ازدادت نسبة الديون الخاصة ويصبح الإقتصاد على إثر ذلك أكثر عرضة لعدم الاستقرار. وهكذا فعند مستويات منخفضة أو معتدلة من النمو فالإقتصاد قادر على التخفيف من الانخفاض المفاجئ في الأسعار ولكن ليس هو الحل بالنسبة لمستويات الإنتاج فالآثار

²¹¹ Kant.W (1898), **Interest and Price**, London, Macmillan, p 221.

²¹² Barbar.W.J (1997), **The Works of Fisher**, Correspondence and other Commentary, London, Vol 14, p1.

²¹³ Kant.W (1898), **Interest and Price**, London, Macmillan, p 224.

المزعزعة للاستقرار قد تتجه نحو الانخفاض لتميل نحو الاستقرار فأثار التغير تهيمن على آثار المستوى لمجموع ديون الأعوان الاقتصادية ونتيجة تطور الاقتصاد.

مع انكماش الدين عند فيشر فقد أسس لمنطق ملتوي بين الأزمة الاقتصادية والأزمة كلما نما الاقتصاد فهو أكثر عرضة للاستقرار يعني مستوى أعلى من المديونية، فالتطور الحاصل في المالية قد مال نحو إضعاف استقرار النظام بسبب تأثير النفوذ التي تتدخل في الاقتصاد. أيضا فالتدهور نحو عدم التوازن الذي هو أساس نظرية الانكماش فعدم الاستقرار في التوازن العالمي عام 1933 يعني أنه مقدمة لإمكانية حدوث الأزمات الذاتية النظامية.

ليس فقط فالإقتصاد لا يتقارب نحو التوازن، كما هو الحال في القوة الشرائية للنقود، ولكن آثار التغير قد تهيمن هذه المرة على مستوى الآثار مع إضافة تأثيرات ديون القطاع الخاص. ففي حالة انكماش الدين فقوى السوق ليست قادرة على الحفاظ على ذات الإنتاج فحسب فيشر لتجنب أزمة كساد جديدة تقوم على نظرية فريدمان ومينسكي ويشير إلى أن البنك المركزي هو الملاذ الأخير الذي يقوم بدور المقرض وتوفير السيولة اللازمة للبنوك في حال تفاقم فالحكومة ملزمة بإجراء سياسة للإنعاش الاقتصادي²¹⁴.

ثامنا: الأزمة في فكر Hayman Minsky

أمضى مينسكي كل وقته على العمل على نظريات اقتصادية قائمة على فحوى أعمال كينز. وقد أنشأ بيلوغرافيا الفكرية ومقالا بعنوان: تحقيق الاستقرار لاقتصاد غير مستقر قدم فيه تفسيره للفكر الكينزي²¹⁵.

فمن خلال منشوراته بين أنه قد أسبى فهم تحليل كينز للأزمة وقد درس عدة فصول حيث لا يعطي أهمية كبيرة للنظرية العامة التي تعالج البنوك والائتمان والمؤسسات المالية مراعي أن كينز اعتقد أن الرأسمالية كانت غير مستقرة وتميل للتعثر²¹⁶.

يعتقد أن عدم الاستقرار موجود في عمل المؤسسات المالية التي تمثل حيوية النظام الرأسمالي، ومن خلالها فقد أيد مينسكي رأي كينز أن الوسطاء الماليين يعني أن للبنوك دورا هاما ومتزايدا في الاقتصاد الحديث من خلال روابط قوية بين الدائنين والمدينين. فبالنسبة إليه فقد قام كينز بتحليل عميق بعرض

²¹⁴ Nouriel.R et al, op.cit, p 80.

²¹⁵ Nouriel.R et al, op.cit, p76

²¹⁶ Minsky.H (2008), *Stabilizing on Unstable Economy*, Mc Gran Hill, New York, p 134.

كيف أن لقوى العرض والطلب أن تعمل مع متغيرات الاستهلاك والإنتاج من جهة والعمل والأسعار من جهة أخرى²¹⁷.

وبشأن الدين فقد تبنى نفس أفكار كينز فالدين هو جزء من نظام حركي يتطور مع الزمن وهذه الحركية هي نتاج لعدم اليقين. ففي مرحلة النمو فالأرباح المحققة تنتج عن عدم اليقين بينما في حالة الركود فعدم اليقين يدفع بالمؤسسات المالية لوقف منح القروض للتخفيض من المخاطر. فبالنسبة إليه تعد مرحلة الانتعاش فالأعوان الاقتصادية يتحملون درجات مرتفعة من الخطر مقابل تعظيم أرباحهم فيقومون بالاقتراض على المدى قصير الأجل لانخفاض معدلات الفائدة والاستثمار على المدى المتوسط أو الطويل لبلوغ تعظيم مرد ودية استثماراتهم²¹⁸.

وفي الحال الاعتقاد بوجود خطر معتبر فالأعوان الاقتصادية تتجه نحو تصفية الأصول المالية فقد عبر عنها كينز بارتفاع معدلات الفائدة وترشيد سياسة الائتمان لأنه يعتقد بأن النظام المصرفي يتسم بالهشاشة وتختلف هذه الدرجة باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الأخرى²¹⁹.

وتعد نظرية الهشاشة المالية من أهم نظريات مينسكي التي تناول فيها طرحا مغايرا لما هو سائد والتي ينطلق من كفاءة الأسواق وفرضية عقلانية التوقعات في النظام الاقتصادي الرأسمالي، لينطلق بالمقابل من فرضية عدم الاستقرار في النظام المالي الذي ينعكس سلبا على أداء الاقتصاد بسبب الأزمات العنيفة وبالنسبة إليه فعدم الاستقرار هو عملية التغيرات السريعة والمفاجئة في أسعار الأصول نسبة إلى سعر الإنتاج الحالي. وقد صاغ فرضية عدم الاستقرار على النحو الآتي:

- الشق الأول: يتمثل في أن الاقتصاد الرأسمالي عبارة عن أنظمة تمويل تساهم في استقراره وأخرى تعمل على عدم استقراره.
- الشق الثاني: إن طول فترة الازدهار تؤدي بالاقتصاد بالانتقال من العلاقات الاقتصادية المستقرة إلى العلاقات الاقتصادية غير المستقرة، وهي مرتبطة أساسا بتركيبه الديون وتطورها إلى مستويات تعجز فيها الوحدات الاقتصادية عن الوفاء مما يربك حالة الاقتصاد من الاستقرار إلى عدمه، وفي هذا الصدد قد اعتبر مينسكي أن فرضية عدم الاستقرار تمثل نظرية أثر الدين على سلوك المدين.

²¹⁷ Minsky.H and Keneys.J.M (1975), New York, Colombia University Press, p 11-12.

²¹⁸ Minsky.H, op.cit, p 135

²¹⁹ Arestis.P et al (2002), *Financial Crisis in Southeast Asia Dispelling Illusion the Minskyan Way*, Cambridge Journal of Economic , Vol 26, p 237-260.

ولشرح ذلك قد ميز بين ثلاث أنواع من العلاقات للوحدات الاقتصادية فيما يتعلق بدخلها والديون المترتبة عنها²²⁰:

- النوع الأول : الوحدات القادرة على سداد جميع ما عليها من التزامات من التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها المختلفة وسميت بوحدة التحوط.
- النوع الثاني: وهي الوحدات التي تستطيع دفع الفوائد التي تجنيها لكنها تبقى على أصل الدين إما بتأخير موعد السداد أو بمزيد من الاقتراض وأطلق عليها بوحدة المجازفة.
- النوع الثالث: وهي تمثل الوحدات التي لا تملك دخلا كافيا المحصل من التدفقات النقدية لعملياتها المختلفة لسداد ما عليها من التزامات مما يدفعها إلى المزيد من الاستدانة أو بيع ما لديها من أصول أو تعجز عن السداد وتسمى بوحدة الملاءة المنخفضة.

يخلص مينسكي من هذا الشرح إلى أن الاقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات التحوط هي الأكثر استقرارا، بينما الاقتصاد الغالب عليه وحدات المجازفة والملاءة المنخفضة هو الاقتصاد الهش والذي يكون معرضا لأزمات مالية في أي لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة كرفع فوائد معدلات الفائدة أو غيرها مما يدفع بوحدة المجازفة التحول نحو وحدات الملاءة المنخفضة بإقدامها على بيع أصولا كانت محل مجازفة مما يؤدي إلى انهيار كبير في قيم الأصول محل الإشكال فتنهار الوحدات الواحدة تلو الأخرى الملاءة المنخفضة ثم وحدات المجازفة وأخيرا وحدات التحوط²²¹.

وفي ثنايا تحليل فرضية لهذه التركيبة من العلاقات المالية يتوصل مينسكي إلى أن الوحدات التي يكون غالب التزاماتها أو تحويلاتها مبني على التمويل القائم على المشاركة كلما أمكن بوصفها بالوحدات التمويلية المتحولة والعكس صحيح. ومن جهة أخرى فإن طول فترة الرخاء يدفع بالاقتصاد إلى أن يطغى على عمليات وحداته الاقتصادية إلى جانب الوحدات المجازفة والملاءة المنخفضة أو التحويلات الهشة.

بمعنى أن نشوء الرخاء والآمال التي يعلقها الفاعلون الاقتصاديون على تطور الاقتصاد أو تطور قيم أصل كقيم الأسهم أو العقار مع وجود سياسات نقدية رخوة متمثلة في معدلات فائدة منخفضة تدفع خاصة المؤسسات المالية التي تعتقد بأن الابتكار يضمن مزيدا من الأرباح بتصميم منتجات في غاية التعقيد تسمح لها بخلق المزيد من الديون مع القيام بتسويقها والمتاجرة فيها والإقبال على الديون بشكل

²²⁰ أحمد مهدي بلوافي (2001)، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مجلة جامعة عيد العزيز الاقتصاد الإسلامي، مجلد 24، العدد 1، ص 111.

²²¹ Yasmine.K et al (2010), *Crise financière actuelle : une tentative d'explication postkeynésienne*, Colloque sur : *La crise trios ans après quels enseignements ?* Université de Blaise Pascal, p 09-10.

قياسي يؤثر على مزاج التوجه العام للاقتصاد بتحوله من وضعية قوية إلى وضعية هشة وبالنسبة إليه فوضعية هشة مالية هي مرادف الإفراط في المديونية.

إن هذا التحول في المزاج بات يعرف ب لحظة مينسكي أو ما يعرف بأن الاستقرار في ظل العلاقات المالية المعقدة للنظام الرأسمالي القائم يقود إلى عدم الاستقرار والنتيجة الأساسية لنظريته في تفسيره للأزمات هو أن السبب الرئيسي داخلي وليس خارجيا فهو مرتبط ببنية النظام التي تتسم بالتطور والديناميكية والذي يؤدي إلى تغلغل عوامل الهشاشة فيه مما يتطلب التدخل والتقنين لكي يعمل هذا النظام في الحدود المعقولة.

المبحث الثالث: نماذج الأزمات

يتميز الاقتصاديون بين ثلاثة أجيال للأزمات، فالجيل الأول من الأزمات ظهرت على يد Kraugman عام 1979 أما الجيل الثاني فظهرت على يد Obsfeld عام 1994 وأخيرا الجيل الثالث فقد ظهرت بعد الأزمة الآسيوية عام 1997.

أولاً: نماذج الجيل الأول للأزمة

إلى حد الأزمة الآسيوية كانت نماذج الأزمات كلاسيكية لأزمة ميزان المدفوعات. وهي ضرورية لشرح آليات الأزمة لأنها تفسر أزمات العملة عن طريق الهجمات التي يستهدف إسقاط عملة بسبب عدم كفاية احتياطات النقد الأجنبي مما جعل من المستحيل على مخزون محدود لحفظ ثبات التغيرات على المدى الطويل. ويتميز النوع الأول بحتمية أن العملة لبلد ما سوف تتخضع قيمتها مستقبلا.

1- النموذج الكنسي

يعد Kraugman مؤسس هذا الاتجاه لنماذج الجيل الأول من الأزمات من خلال مقاله²²² والذي تم تداوله فيما بعد من قبل Robert Flood و Peter Garber عام 1984²²³.

في هذا النوع من النماذج إن الأزمات تفسر بتناقض موضوعي بين جانبيين من الاقتصاد الكلي: العجز في الحساب الجاري والصرف الثابت. بافتراض نظام صرف ثابت فإن على البنك المركزي الحفاظ على احتياطات النقد الأجنبي على مستوى كاف للدفاع عن ثبات العملة. وقد تتخضع احتياطات النقد

²²² Kraugman.P (1979), a *Model of Balance Payment*, Journal of Money, Credit and Banking, p 11.

²²³ Flood.R and Garber.P (1984), *Collapsing Exchange Rates Regimes: Some Linear Examples*, Journal of International Economics, p17.

الأجنبي في حالتين : العجز التجاري مما يعني وجود فائض في المعروض النقدي المحلي بسبب دفع قيمة الواردات الإضافية وعجز في حساب رأسمال لبيع العملة المحلية مقابل العملة الصعبة بسبب خروج رؤوس الأموال، والعجز في الموازنة العامة للبلد ما يقوده إلى الاستدانة من الخارج. في هذه الحالة يجب على البنك المركزي التدخل في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على ثبات قيمة العملة فبإمكانه استخدام الاحتياطات من النقد الأجنبي أو رفع أسعار الفائدة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، ولكن فوضع النظام المصرفي والشركات في مواجهة للخطر.

قد تحدث أزمة عملة في وقت مبكر إذا السوق يتوقع انخفاض احتياطات النقد الأجنبي ولن يكون قادرا على الدفاع عن قيمتها أو إذا كان ارتفاع أسعار الفائدة يصبح من المستحيل أن تتحملة الوحدات الاقتصادية المحلية.

ففي نظام صرف ثابت مرن إذا كان من المتوقع انخفاض فوري في الصرف فإن المستثمرين الأجانب سوف يحدثون أزمة لأن العوائد على أصولهم قد سجلت انخفاضا والتي من شأنها أن تسبب في خسائر لرأسمال، وبيع العملة تعادل النقد الأجنبي تفرض على السلطات النقدية بالتخلي عن نظام سعر الصرف الثابت وهذا ما يفسر لماذا تحدث الأزمات مبكرا.

في هذا النوع من النماذج فالأزمة هي نتاج لسياسة اقتصادية كلية سيئة سواء كانت نقدية أو مالية مما يؤدي إلى تدهور أساسيات البلد وهذا ما يعني أن الأزمة سوف تحدث عاجلا أم آجلا. تحدث الأزمة عادة عندما تصل احتياطات النقد الأجنبي إلى مستوى حرج ولا يمكن تحديده نظريا أو عمليا، وقد تم تحسين هذا النموذج الأساسي من خلال دمج عوامل الاقتصاد الكلي الأخرى المزعة للاستقرار الاقتصادي كسعر صرف مغالى فيه. فلا يمكن الطعن في أصل الأزمة عدم التوازن الاقتصادي الكلي الناجم عن الخيارات السياسية الخاطئة.

2-نقد تحليل Kraugman

يعرف الاقتصاديون أن هذه النماذج قد ساعدت كثيرا في تفسير أزمة النظام الأوروبي عام 1990 ولكنها لا يمكنها تفسير باقي الأزمات. وهم يرون أن هذا النموذج يقدم تفسيراً للأزمة المكسيكية عام 1994 ولكن ليس هو الحال بالنسبة لغيرها من الأزمات. ففي الأزمة الآسيوية فقد أثرت إدارة سياسات الاقتصاد الكلي في خمسة بلدان آسيوية: تايلاند، كوريا الجنوبية، ماليزيا، إندونيسيا والفلبين فقد سجلت عام 1993 الديون الخارجية السيادية في مستويات حذرة أو انخفاضها بصورة ثابتة.

إن النمو المذهل والمالية العامة السليمة والصرف الثابت خلقت مناخا عاما من الثقة في هذه الاقتصاديات ولهذا فإن افتراض سوء إدارة سياسات الاقتصاد الكلي والتخلي عن نظام سعر الصرف الثابت هي ليست صالحة في حالة هذه الأزمة ما يجعل الجيل الأول غير قادرا على شرح الأزمة الآسيوية.

وفي مقال نشر لـ Corsetti و Pesenti و Roubini عام 1998 وقدموا من خلاله تفسيراً أن التدهور المستمر للأساسيات يؤدي إلى فقدان ثقة المستثمر الأجنبي. غالبا ما يفترض أن الوضع في دول آسيا هي الناقل للأزمة بل أن المستثمرين الأجانب لديهم إفراط في رد الفعل بسبب زيادة مفاجئة في المخاطر²²⁴.

يعتقد Artus عام 2000 أن تطبيق النموذج ليس سيئا للغاية، في الواقع، أن بعض البلدان قد عرفت عجزا تجاريا في زمن الأزمة لكن ذلك لم يكن الحال بالنسبة للبعض الآخر كماليزيا وإندونيسيا كما أن هناك تقدير مبالغ فيه في تقدير عملاتها وأن مستوى التضخم فيها قد فاق مستوى التضخم في و.م.أ. يعتبرها بأنها ليست حالة مرضية تماما ويخلص إلى أن هذا النموذج بالنسبة لكوريا هو الأنسب²²⁵.

لاحظ كلا من Chang و Valasco عام 1998 أن مستوى تدهور الأساسيات في آسيا لا يمكن شرحه بالنطاق الواسع للأزمة وفقا لنماذج الجيل الأول للأزمات ولكنها تنطبق أساسا على الأزمة في تايلاند.

ووفقا للنظرية الكلاسيكية للأزمات المالية الدولية فمن أولويات المستثمر الأجنبي دراسته لأساسيات البلد وبالتالي سوف تنصب على معطيات اقتصادية كلية إجمالية قد يدفع به في شن هجمات على العملة. وعموما نجد في السنوات الأولى 1990 أساسيات تايلاند صحية حتى عام 1995 وبشكل عام فالظروف الاقتصادية مثل النمو القوي، انخفاض التضخم والصرف الثابت أضفت شعور الثقة لدى عامة المستثمرين الأجانب، وبهذا فإن تحليل عوامل فقدان الثقة للمستثمر الأجنبي، بالرغم من الصعوبات التي عرفتها تايلاند حتى عام 1996، من الصعب شرحها إلى غاية 1997 أين بدأت الأساسيات بالتدهور²²⁶.

بين كلا من Radelet و Sachs عام 1998 بأن الأزمة الآسيوية لعام 1997 لم تكن متوقعة على الإطلاق. ففي نموذج الجيل الأول للأزمة فالهجمات على العملة تكمن من خلال المضاربة التي تؤدي في الأخير إلى أزمة نقد في وقت مبكر عندما نعتبر أن المخزون من احتياطات النقد الأجنبي سيصبح

²²⁴ Corsetti.G et al (1998), *Paper Tigers : A Model of Asian Crisis*, European Economic Review, Vol 43, N°7, p 1211-1236.

²²⁵ Artus.P (2000), *Crises des pays émergents : Faits et modèles explicatifs*, Paris, Economica.

²²⁶ Chang.R and Velasco (1998), *The Asian Liquidity Crisis*, NBER, Working Paper, N° 6796, p 1.

غير طافيا للحفاظ على ثبات قيمة العملة. وعن الأزمة الآسيوية بشكل عام وعن الأزمة في تايلاند بشكل خاص لم يكن متوقعا أزمة عملة ومن جهة المؤسسات المالية الدولية فلا ينبغي طرح تساؤلا رسميا باعتبارهما توقعا نموا قويا لغاية سنة 1997 بينما وكالات التصنيف قد خفضت من التصنيف على المدى القصير (سبتمبر 1997) ثم على المدى الطويل (فيفري 1997) لتايلاند ولكن ليس من المتوقع الانخفاض في القيمة (جولية 1997) وكانت لا تزال آفاق النمو جيدة بالرغم من ضعف مؤقت في الصادرات والعجز في الميزان التجاري²²⁷.

لا يوجد سوى عدد قليل من البنود التي من المتوقع انخفاض قيمة العملة عندما كانت الهجمات الأولى في أواخر جانفي 1997، ولكن مستوى احتياطات النقد الأجنبي للحفاظ على ثبات العملة لم يكن حتى ماي ينخفض بشكل حاد في نطاق الهجمات حتى ولو استنفدت السلطات تقريبا كل الاحتياطات فإنها لا تزال من الممكن الحفاظ على ثبات العملة. وباختصار فإن نماذج الجيل الأول تم تطبيقه على الأزمة في تايلاند في ثلاث نقاط رئيسة التأثير المحدود للأساسيات على توقعات السوق النقدية وعدم الأخذ في الحسبان التدفقات المالية من القطاع المصرفي الخاص في زعزعة أسواق الصرف وخاصة عدم وجود توقعات بشأن انخفاض قيمة العملة.

اعتقد Cartapanis عام 2004 بأن نموذج الجيل الأول لا يأخذ بعين الاعتبار التأثير المؤسساتي وبحسبه فهو يعد دائما من الخيارات الخاطئة لسياسات الاقتصاد الكلي التي تدفع بأصحاب الأصول بفقدان الثقة وهو سلوك لا مفر منه يؤدي على أزمة التي جعلت منها أساسية. هكذا فإن الأصل في الأزمة هو من خلال فقدان الثقة لدى المستثمر الأجنبي في النظام المصرفي²²⁸.

ثانيا- نماذج الجيل الثاني للأزمات

إن أزمة الصرف قد تحدث نتيجة تأكد المضاربين بأن هجوم المضاربة سوف يؤدي إلى تغيير السياسة الاقتصادية وإلى التخفيض المستقبلي لقيمة العملة المحلية دون الأخذ بعين الاعتبار المؤشرات الاقتصادية كما هو في النموذج الأول.

1- نماذج الجيل الثاني للأزمات حسب Obstfeld

²²⁷ Radelet.S and Sachs.J.D (1998), *The East Asian Financial Crisis: Diagnostic, Remedies and Prospects*, Brooking Paper on Economic Activity, N° 1, p 1-90.

²²⁸ Cartapanis.A (2004), *Trois générations de modèles de crises de changes*, In Boyer.R et al, p 271-292.

لقد تم تطوير هذا النوع من النماذج من قبل Obstfeld Maurice من خلال مقالاته التي نشرت عامي 1994²²⁹ و 1996²³⁰ عرفت بنموذج التوازن المتعدد والتوقعات المحققة ذاتيا. فالفكرة الرئيسية هي وجود عدة وضعيات ممكنة في حالة أزمة أو عدمها وذلك وفقا لعوامل نفسية مرتبطة بالوحدات الاقتصادية تفاؤلية أو تشاؤمية.

ولقد طور هذا النموذج أيضا برفقة Eichengreen و Wyplosz عام 1994²³¹، تستند هذه النماذج على تناقض التصور الذاتي بين جوانب الاقتصاد الكلي من دعم النمو الاقتصادي الذي يتطلب سياسة نقدية توسعية والصرف الثابت الذي يتطلب سياسة نقدية مقيدة. فالتوازن المتعدد الذي يجعل من هذا النموذج يختلف عن سابقه فعدة من التوازنات ممكن أن تحدث في وضع اقتصادي معين، ويمكن لها توقع الانهيار حسب طبيعة توقعات وحداته الاقتصادية في السوق. فعلى سبيل المثال، فخلال من أزمة النظام الأوروبي، وبهدف شرح وضعية الفرنك بتغيرات توقعات المستثمرين حول السياسة الفرنسية من ارتفاع أسعار الفائدة (قد أصبحت ضرورية للحفاظ على قيمة المارك) يتعارض مع المعطيات الاجتماعية للبطالة، إذ أصبحت التوقعات حول ثبات الفرنك سلبية مما دفع بالوحدات الاقتصادية ببيع الفرنك ووضع المؤسسات المتوسطة والصغيرة في خطر لأن السلطات الفرنسية أصبحت غير قادرة على حماية العملة.

إن السياسات الاقتصادية لا يتم رسمها في وقت مبكر فهي تعد وفقا للصدمات التي تؤثر بالاقتصاد، فسلوك الوحدات الاقتصادية يقع بين الأسواق من جهة والحكومة التي تقرر السياسات الاقتصادية من جهة أخرى. فالسلطات النقدية والمالية المسؤولة عن وضع السياسات لها دور مهم بشكل خاص في العملية التي أدت إلى الأزمة. على الجانب الآخر فإن الأسواق تستجيب لهذه السياسات وفي نهاية المطاف هو التفاعل الاستراتيجي بين الحكومات والمستثمرين التي تحدد صلاحية نظام سعر صرف.

ويشار إلى أن السلطات في التحكيم باستمرار بين الحفاظ على صرف ثابت والأهداف طويلة الأجل، فقد يشن المستثمرون هجمات عندما يكون هناك شكوك حول التزام الحكومات في سياسة سعر الصرف الثابت فإذا فضلت الوحدات الاقتصادية الالتزام بالأهداف طويلة الأجل (دعم النمو والسياسة النقدية) على تلك الأهداف قصيرة الأجل (الصرف الثابتة مع السياسة النقدية المقيدة) فالهجمات قد تنشأ عندما لا ينوي البنك المركزي الحفاظ على التزاماته بثبات العملة. ففي هذه الحالة يجب على البنك المركزي صرف النظر عن سياسة سعر صرف عملتها وتفسر هذه الأزمة بمثابة هروب لرؤوس الأموال.

²²⁹ Maurice.O (1994), *The Logic of Currency Crisis*, Cahiers Economiques et Monétaires, Banque de France, p 543.

²³⁰ Maurice.O (1996), *Models of Currency Crisis with Selffulfilling Features*, European Economic Review, p 25.

²³¹ Eichengreen.B and Wyplosz (1994), *Pourquoi le SME a explosé et comment le relancer*, Revue économique, Vol 45, N° 3, p 673-682.

هذه الحالة لا تستند إلى توقعات السوق على العوامل الأساسية في الوضع 1 ولكن على استدامة السياسات الاقتصادية الكلية في إشارة إلى توقعات الوضع 2 وهكذا فإن الوحدات الاقتصادية تكون اعتقاداً حول الوضعية للاقتصاد الكلي للبلد في الوضع 2، ومن ثم متابعة مدى توافق السياسات التي تتبعها الحكومات. فإذا تم تقدير هذه الأخيرة ولا يمكن تحملها فالأسواق تعتبر الحكومات بأنها غير قادرة على دفع السياسات ويؤدي إلى هجمات العملة.

في هذا النوع من النماذج ما يتسبب في أزمة يمكن أن يحدث دون تغيير في الأساسيات الاقتصادية فهو تحول في معنويات السوق الذي يجعل من التحكم في ثبات الصرف مستحيل تحقيقه فالحتمية ليست إطاراً لإعادة التوازن لأن التوازنات المتعددة قد تنشأ من عدة عوامل مثل التوقعات بشأن السياسات الاقتصادية، دفع الديون الخارجية،...

بداية فقد أخذ Obstfeld بعين الاعتبار النمو والعمالة والتضخم ولكن مجموعة من المتغيرات المستخدمة في توقعات أسواق تداول العملات الأجنبية يمكن توسيعها لأنه يتم تقييم أي عامل مباشر أو غير مباشر من شأنه التأثير على سعر الصرف مثل الدين العام أو الدين الخارجي بل هو مجرد اختلال في الاقتصاد الكلي المترتبة على سياسة سعر الصرف لدرجة أنه يجب على السلطات توضيح موقفها وفقاً لتطورها، فعلى سبيل المثال ارتفاع معدلات البطالة يمكن أن يؤدي بالحكومات لخفض أسعار الفائدة مما يجعل الأمر أكثر صعوبة للحفاظ على ثبات الصرف.

2- نقد تحليل Obstfeld للأزمات

لقد كانت معظم الأزمات خلال سنوات التسعينيات موضوع ترجمة مختلفة وغير كاملة مما أدى إلى ظهور نماذج جديدة في أدبيات الأزمات. ويعد نموذج Obstfeld لتحليل الأزمات من أهمها ويقوم على فرضية إرادة الحكومات في متابعة السياسة النقدية التوسعية مع الحفاظ دوماً على نظام سعر صرف ثابت الذي يؤدي إلى توقعات سلبية من جانب المضاربين هذا طرح تساؤلاً حول إذا كان هذا الافتراض لا يزال قائماً في كل الأزمات.

لا يبدو أن هذا النوع من النماذج غير كاف لتفسير أزمة النظام الأوروبي والأزمات الآسيوية فعوامل أداء الاقتصاد الكلي غير السليمة التي استخدمها Obstfeld في تحليله ومع ذلك فقد عرفت الاقتصاديات الآسيوية معدلات نمو مرتفعة ومع معدلات بطالة وتضخم منخفض نسبياً. حتى الآن لم يكن تفسير شامل

لهذه الفترة من عدم الاستقرار النقدي القوي في أوروبا وآسيا على الرغم من تحليلات مختلفة حول هذا الموضوع²³².

بين Cartapanis عام 1994 أن الأزمات التي أعقبت لقارة أوروبا لا تعود في الأساس إلى مشاكل عدم التحكم الاقتصادي في الدول المتضررة وإنما هي ناتجة عن فقدان المصداقية والفشل في التنسيق العام للسياسات الاقتصادية في أوروبا كشف عنها في سبتمبر 1992 عن توحيد ألمانيا وأن هجمات المضاربة التي نمت في جويلية 1993 بينت التحقيق الذاتي وفقدان الثقة لدى المستثمرين الدوليين²³³.

وجد Radelet و Sachs عام 1998 بأن الأزمة الآسيوية هي زعر مالي لا يؤدي مباشرة إلى تقاوم الاختلال في الاقتصاد الكلي بدلا من ذلك يجب تحليلها من حيث تحقق ذاتها أو البقع الشمسية وبالتالي ينظر إليها على أنها أزمة سيولة بسبب تدفقات رؤوس الأموال غير المتوقعة²³⁴.

كشف Cartapanis و Drosy عام 1998 و Mametz عام 2002 بأن الأزمة الآسيوية أدت بالاقتصاديين لتحديد عوامل الضعف لأسباب احترازية وتوسيع المتغيرات المفسرة كالضعف في النظام المصرفي والمالية. سجلت معظم البلدان الآسيوية ميزانية متوازنة أي أنها ليست متبينة سياسة التوسع الائتماني والتي يمكن اعتبارها المسؤولة، كما أن معدلات التضخم بقيت نسبيا مرتفعة كما لم تعرف اختلالا في الحساب الجاري وأيضا من الدول قد واجهت قبل الأزمة ارتفاع معدلات البطالة بحيث تجعلهم يتبنون مستقبلا سياسة نقدية توسعية تتطلب التخلي عن نظام صرف عملاتها، وبالتالي فالأزمة الآسيوية ليست عملة تقليدية وإنما هي أزمة مالية أعمق فلديها ملامح أزمة شاملة لاندراجها في التمويل الدولي المعاصر.

يعتقد Edwards عام 2001 بأن عدم التوازن في الحسابات الجارية التي يسجلها بلد ما لا يؤدي دائما للأزمة جنبا إلى جنب مع عجز كبير لا تستمر ما بعد 4-5 سنوات، ولن تؤدي أزمة حتى في حالة حدوث أي تعديل. فإذا كان هناك تدهورا في أساسيات الاقتصاد الكلي فهي ليست عاملا تلقائيا للأزمة ولكن يمكن أن يقود الاقتصاد إلى تدهور في سعر الصرف الحقيقي بمقدار 25% في غضون 3 سنوات وعجز في الحساب الجاري يفوق 40%، ولكن الأزمة يمكن أن تحدث بعد صدمة مالية أو مصرفية.

²³² Eichengreen (2000), *The EMS Crisis in Retrospect*, Conference Celebrating the 75th Anniversary of the Bank's of Mexico, Mexico City 14-15 November.

²³³ Cartapanis.A (1994), *Le rôle déstabilisant des mouvements des capitaux sur le marché de changes : une question de contexte*, Cahiers Économiques et Monétaires, Banque de France, N°43, p2.

²³⁴ Radelet.S and Sachs (1998), *The Onset of East Asian Financial Crisis*, NBER Macro Economic Annual, N°6680, p 3.

هذا هو السبب، في أي حال، التوسع في استخدام النهج التجريبية والنظر في مجموعة من مؤشرات الإنذار وغالبا دون الإشارة إلى أسس نظرية واضحة وذلك لعدم وجود نموذج نظري عموما له أهمية في تمثيل الواقع.

إن أدبيات الأزمات تعرض مجموعة واسعة من مؤشرات الهشاشة وكثير منها هي أعراض وليست أسبابا، فمهما كانت المنهجيات المستخدمة فالدراسات التجريبية للمؤشرات لتعرض أزمة صرف تستند على تحليل نقاط تحول في الدورة الاقتصادية من المتغيرات لتحديد سلوك معين من هذه المتغيرات في فترات ما قبل الأزمة²³⁵.

قد اقتصر بعض الدراسات على تحليل الحقائق المجردة التي سبقت الأزمة والبعض الآخر على تقدير احتمالات تخفيض قيمة العملة على أساس نموذج نظري كأعمال Goldstein و Kaminsky و Reinhart عام 2000 و Dorn و Bush عام 1998. وقد اقترح البعض الآخر تقديم اختبارات عدم معلومية تسمح بتقييم مدى ملائمة مجموعة من المتغيرات للإشارة إلى أزمة وشيكة. في كل الأحوال الهدف من كل هذه الدراسات هو تحديد مؤشرات الإنذار تجريبيا تشير بشكل صحيح لاحتمال حدوث أزمة.

ومنذ الأزمة الآسيوية 1997 ظهر عهد جديد لتحليل الأزمات دون استبعاد مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي غير السليم التي جاء بها Obstfeld التي كانت لها أهمية قصوى في الجيل الأول لها في التأثير على الثقة الممنوحة من قبل المستثمرين الدوليين في اقتصادها وعلى عملاتها.

ثالثا: نماذج الجيل الثالث

إن عدم تحديد قدرة نماذج الجيل الأول والثاني في شرح الأزمات ولد تيارا فكريا جديد بتأسيس نموذج للجيل الثالث يهدف خاصة إلى شرح أزمة جنوب شرق آسيا 1997، أزمة روسيا 1998، أزمة البرازيل 1999 وتركيا والأرجنتين عامي 2001 و 2002.

²³⁵ Edwards.S (2001), *Does the Current Crisis: A Count Mather?* NBER Conference on Crisis Prevention, Florida, p 1.

طور Pesentti و Tille و Kraugman ، خاصة بعد أزمة 1997، نموذجا للنظريات الجديدة أدت إلى ظهور نماذج الجيل الثالث وعرفت بأزمات مزدوجة²³⁶. فحسب Flood و Marion عام 1999 أن أزمات العملات هي نماذج بنكية مهيمنة تأخذ في الاعتبار عوامل مؤسسية.

في هذا النوع الجديد من الأزمات فإن نظام سعر الصرف الثابت له دور كمزعزع، ففي بداية الأمر قد شجع هذا النظام الاقتصادي المتضررة بهذا النوع من الأزمات اقتراض مبالغ معتبرة بمعدلات فائدة ثابتة وأدى ذلك إلى سيولة فائضة في الاقتصاد وارتفاع الأسعار مما يجعل المنافسة توقع انخفاض العملة المحلية. ومع بداية الأزمة توقع البنك المركزي من استنفاد الاحتياطيات وتخفيض قيمة العملة كخطوة إلى نظام صرف أكثر مرونة، وأعقب أزمة الصرف عموما أزمة مصرفية لذلك فإن الأزمة هي مزدوجة²³⁷. لهذا السبب فضلت نماذج الجيل الثالث فكرة الأزمة المزدوجة التي تنطوي على أزمات عملة وأزمات مصرفية عن التحركات الدولية لرؤوس الأموال وعجز في السيولة المصرفية هو من أصل دولي ووجود خطر معنوي. فهذه النماذج تستند على ثلاثة محاور لشرح الأزمات وهو ما يختلف عن نموذجي الجيل الأول والثاني.

1-الأزمات المزدوجة

هناك عدة من الأعمال التجريبية والإحصائية كشفت عن وجود علاقة بين الأزمات المصرفية وأزمات العملات التي تظهر سوية وعليه قد أطلق عليها باسم الأزمات المزدوجة. ففي بداية الثمانينيات كانت الأزمات المصرفية تظهر أقل تواترا ولكن مع عملية التحرير المالي أصبحت أكثر شيوعا وغالبا ما يرافقها أزمة عملة أكثر حدة.

عمل Hausmann و Gavin عام 1995 على البحث في هذه العلاقة وسلطا الضوء على الروابط بين مراحل التوسع الائتماني المصرفي لحالة أمريكا اللاتينية²³⁸. بينما Goldfajn و Valdes عام 1997 فقد درسا العلاقة بين الأزمات المصرفية وأزمة ميزان المدفوعات في كل من فنلندا، المكسيك، السويد

²³⁶ Pesentti et al (2000), *The Economic of Currency Crisis on Contagion : An Introduction*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, p12.

²³⁷ Flood and Marion (1999), *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*, International Journal of Finance and Economics, Vol 4, p 3.

²³⁸ Hausmann and Gavin (1995), *The Macro – Economic of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues*, Working Paper, N°320, Inter-American Development Bank, Research Department, p 1.

والتشيلي. وقد أشارا إلى أن نشاط الوساطة المالية يعزز من تدفقات رؤوس الأموال ولكن في نفس الوقت يزيد من إمكانية استنزاف احتياطات النقد من قبل الدائنين الأجانب²³⁹.

أما Kaminsky و Reinhart عام 1998 قد لاحظا أنه لا نماذج الجيل الأول أو الثاني تشرح العلاقة الموجودة بين الأزمات المصرفية وأزمة العملة وحيث أنه مجموعة من الدول قد شهدت هذه التجربة المزدوجة. وقد أشارا أنه في عام 1970 عندما تم تنظيم النظام المالي لم تكن أزمات العملة مرتبطة بالأزمات المصرفية وأزمات العملة في آن واحد، وتحدث هذه الأزمات نتيجة لأزمة غالبا ما يسبقه تحرير في القطاع المصرفي الذي يولد أزمة مصرفية وهذا ما يعني التأثير السلبي للتحرير المالي الذي يعرف على أنه صدمة تؤثر في المؤسسات المالية. ولا يعد صدمة حقيقة أو نقدية وأن التحرير يرتبط بمتغيرات تصف بيئة القطاع المالي²⁴⁰.

ففي الأزمات المزدوجة فالركود أو التدهور في أساسيات الاقتصاد يعني انخفاضا في أسعار الأصول، فعملية التحرير المالي تؤدي إلى تدفقات لرؤوس الأموال معتبرة مما ينجر عنها دورات ارتفاع أو انخفاض في أسعار الأصول. لهذا فإن بعض الأعمال التجريبية تسلط الضوء على العلاقة القوية الموجودة بين الأزمات المالية وأزمات العملة. في هذا التحليل يعتبر التحرير المالي صدمة مؤسسية خارجية لأنه عبارة عن قرار سياسي يهدف إلى تفعيل حركية القطاع المالي.

وتخلص الأعمال التجريبية للاقتصاد الكلي بأن التحرير المالي يضعف من قدرة ومقاومة البنوك للصدمات الاقتصادية الكلية وبأن ضعف الرقابة يتفاقم على إثره الضعف المالي.

وقد أشار Miotti و Plihon عام 2001 إلى أسس الاقتصاد الجزئي لهذا النوع غير كافية وأن نماذج الجيل الثالث تدمج فقط التحرير المالي الذي يمكن اعتباره كصدمة أم لا²⁴¹.

2-حركية رؤوس الأموال

وقد تكون في شكل استثمارات محفظة أو استثمار أجنبي مباشر أو الائتمان المصرفي الدولي، وغالبا ما يشار إليه كعامل من عدم الاستقرار في الاقتصاديات الآسيوية. في عام 1990 فإن التحرير المالي،

²³⁹ Goldfajin.R and Valdes.I (1999), *Liquidity Crisis and International Financial Architecture*, Mimeo, IMF, p.1

²⁴⁰ Kaminsky.G.L and Reinhart.C.M (1998), *The Twin Crisis : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, American Economic Review, Vol 89, N°3, p 473-500.

²⁴¹ Miotti.L and Plihon.D (2001), *Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires*, Revue d'économie internationale, N°85, p3-36.

في هذه الاقتصاديات، أدى إلى تدفق هائل لرؤوس الأموال ضخمة لاقتصاديات متوسطة الدخل وتحليل حركية هذه التدفقات يكون على مرحلتين²⁴²:

- مرحلة النشوة: والتي تميزت بتدفق كبير لرؤوس الأموال وخلال هذه المرحلة ارتفعت أسعار الأصول المحلية مما يسمح باستخدامها كضمانات للحصول على قروض مصرفية، إضافة إلى ذلك فإن البنوك المحلية، تلعب دور الوسيط وتوفير الائتمان عن طريق الاقتراض من البنوك الأجنبية، ستعرف طفرة في الائتمان المحلي ما يؤدي إلى ظهور فقاعات.
- مرحلة التراجع: وهي تمثل هروب رؤوس الأموال الأجنبية نتيجة لعمليات السحب من رأسمال وانخفاض أسعار الأصول وتوقف البنوك عن منح الائتمان وبالتالي فإن لرؤوس الأموال تأثير مزرع للاستقرار. وقد تم إدراج حركية التدفقات الدولية من الأسباب التي أدت إلى الأزمة الآسيوية.

3-نقص السيولة المصرفية من أصل خارجي

في هذا الجيل من النماذج وأزمة العملة هي نتاج للاختلال العميق في القطاع المصرفي ويرتبط ذلك بالترتيب المؤسسي في السنوات التي سبقت نشوء الأزمة. وتعتبر التدفقات الرأسمالية مصدرا مبررا أم لا للذعر المالي للمستثمرين الأجانب فالاعتماد عليها سوف يغير من الشعور الايجابي إلى الشعور السلبي في السوق، وهذا ما يشرح لماذا أن الوضع الاقتصادي الكلي غير كاف لتقييم المخاطر لبلد ما قد يخضع لأزمة سيولة من أصل خارجي يجب أن يكون هناك تقييم شخصي للسوق حتى ولو أنهم على اتفاق حول العوامل التي أدت إلى نشوء أزمة فهذه النماذج تحدد دور فشل البنوك في وظيفتها الرئيسية، الوساطة المالية، كمكونة في كل النماذج السابقة.

ففي نماذج الجيل الثالث إن عدم استقرار النظام المصرفي ينشأ من العديد من الأسباب وعلى رأسها التي تؤثر في تقييم الضمانات أو عدم تطابق النضج (قروض قصيرة الأجل وقروض طويلة الأجل). عموما هذه الهشاشة هي جزء من أساسيات الاقتصاد المتدهورة في كثير من الأحيان ولكنه لا يؤدي بالضرورة إلى حدوث أزمة.

ويختلف هذا الجيل من النماذج عن سابقه هو التسلسل في حدوث الأزمات فأزمة عملة هي في الغالب نتيجة لأزمة مصرفية. يعترف الكثير من الاقتصاديين بدور نقاط الضعف الداخلية وخاصة في القطاع

²⁴² Fisher.S (1999), *Reforming the international Financial System*, The Economic Journal, Vol 109, N°459, p 557-576.

المصرفي والمالي وهي السمة الأساسية قبل الأزمة والتي تم تفسيرها بصور مختلفة من قبلهم. فبالنسبة للبعض فالمسؤول عن الهشاشة المصرفية هي الحكومات المتضررة أو المؤسسات الدولية، وتركز هذه الفئة على الخطر الأخلاقي إذ يمكن للحكومات أن تشجع على سلوكيات غير مواتية مع القواعد الاحترازية كضمان القروض الممنوحة للأجانب صراحة أو ضمناً. عموماً هؤلاء الذين يدافعون عن هذه الأفكار هم أنصار اقتصاد السوق والبعض الآخر فإن النموذج الآسيوي للتنمية لم يكن متكيفاً مع المالية الدولية.

4-الخطر المعنوي

إن مرد الأزمات التي وقعت فيها دول جنوب شرق آسيا وروسيا والبرازيل هو التخلي عن عمليات السوق المفتوحة، ويؤكد أنصار هذه المجموعة أن الانهيار المالي الذي شهدته العملة التايلندية بات نتاجاً لتدخل مصادر غير السوق والمؤسسات كالحكومات والوكالات المشتركة التي كان من المتوقع أن تقوم بالإنقاذ وأصبح التسليم والاعتراف بالخطر المعنوي²⁴³.

إن الخطر المعنوي هو نزوغ من جانب الأفراد والمنظمات للانغماس في سلوكيات المخاطر وذلك ناجم عن افتراض ضمني مفاده أن هناك تحمل كل أو جزء من التكاليف وقد تكون النتائج المحققة نسبية²⁴⁴. وقد وردت فكرة هذا المصطلح في مؤلف ثروة الأمم لآدم سميث إشارة إلى المصالح المتضاربة أو الدوافع المختلطة²⁴⁵.

وهنا لا نريد القول به أنه كان السبب الرئيسي للأزمة المالية الآسيوية وعلى أية حال فمن المنطقي اقتراح أن الخطر المعنوي قد قام بدور مهم في تشجيع ظروف المخاطرة وسلوكيات المقرضين المفرطة في تقاؤلها.

وقد بين Mishkin عام 1992 في دراسة له دور الوسطاء الماليين الذي لم يكن دوراً اقتصادياً وإنما هدفهم الوحيد هو جني الأرباح من القروض. وعلى هذا الأساس فقد تم وضع فكرة الآثار السلبية لأزمة قد تؤدي إلى تعطيل الأنشطة الإنتاجية من قبل الوسطاء الماليين ، وعلاوة على ذلك فالبنوك ليس لديها ما تخسره في حالة إفلاس الشركات وهذا ما يولد سلوكاً حمائياً وهي الفكرة التي تقدم بها Kraugman في

²⁴³ بالرغم من أن الخطر المعنوي مألوف في معجم الاقتصاديين إلا أنه بعلاقة مباشرة مع علم الاجتماع، هذا ما دفع بعلماء الاجتماع باعتباره سياسياً وكننتيجة لتفاقم أزمة آسيا المالية وانعكاساتها على روسيا والبرازيل واليابان و.م.أ.

²⁴⁴ هناء إبراهيم خفاجي (2007)، الاقتصاديات العالمية منذ أزمة جنوب شرق آسيا: الانعكاسات على الاقتصاد السياسي، دار الشؤون الثقافية، بغداد، ص23.

²⁴⁵ لقد كان أستاذ في فلسفة السلوك الصحيح أو الفلسفة الأخلاقية.

تفسيره لسلوك البنوك الآسيوية 1998. إن الأزمة الآسيوية كانت بسبب تدهور حاد في أساسيات اقتصاديات هذه المنطقة، فإذا نشأت الأزمة فردت فعل الأسواق والسلوك المقلد يكون أشد. فمصدر هذا التدهور يجد جذوره في التحرير المالي غير المدروس والروابط بين المؤسسات الخاصة والعامة مولدة بذلك خطراً معنوياً على مستوى دولي. وفي الواقع فقد تم اقتراح للأزمة الآسيوية مستوحاة من نموذجي الجيل الأول والثاني ولكن تحت تأثير الخطر المعنوي ومع توسيع مفهوم المتغيرات الأساسية²⁴⁶.

وقد ركز Radelet و Sachs بأن الخطر المعنوي قد يحدث على مستويين فالأول على مستوى المجتمع الدولي بما في ذلك صندوق النقد الدولي، ووزارة الخزانة الأمريكية والجهات الفاعلة في صنع القرار.

ووفقاً لهذه النظرية فإن تدخلها في المكسيك عام 1995 قد طمأن المستثمرين الأجانب عن الحالة الآسيوية. في حالة حدوث الأزمة في هذه الدول فالشكوك حول تدخل إنقاذها كانت ضعيفة. وبحسبهم حتى بمعرفة المستثمرين الأجانب مشاكل متزايدة حول بعض الاقتصاديات الآسيوية فإن ثقتهم حول عملية الإنقاذ الدولية التي لم يتم البث فيها ومع ذلك فالمخاطر تتزايد مع تدهور الاقتصاد الكلي، وبالنسبة إليهم لم يكن هذا النوع من الخطر المعنوي مهم جداً في الممارسة لأنه لم يكن يتوقع أزمة عنيفة.

وهذا النوع من الخطر يبدو من دون صلة لشرح السلوك التمويلي الدولي للبلدان الآسيوية والذي كانت له أهميته البالغة في حالة الأزمة في روسيا عندما توقع الكثير من حدوث أزمة عنيفة والاعتماد على الإنقاذ الدولي²⁴⁷.

أما المستوى الثاني من الخطر المعنوي الذي يميز العلاقة بين البنوك الأجنبية الشركات المحلية. ويبدو اقتناعهما بأهمية الدائنين الأجانب التي يمكنها توقع استرداد القروض من الشركات المتعثرة خصوصاً لتلك المقربة من السلطات. قبل 1997 وفي كوريا الجنوبية دعمت مجموعة التشبولز من قبل الحكومة التي تسيطر على أغلبية البنوك²⁴⁸.

أما على مستوى الاقتصاد الجزئي فالخطر المعنوي يولد زيادة في المخاطر وأما على المستوى الكلي فالوحدات الاقتصادية تتوقع سياسات نقدية مكيفة خاصة بعد تدخل السلطات في توفير السيولة للسوق النقدية فالتدخل المالي والنقدي من شأنهما الحفاظ على ثبات الصرف.

²⁴⁶ Corsetti.G et al (1998), *What Causes the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macro-Economic Overview*, NBER Working Paper, N°6833.

²⁴⁷ Radelet et Sachs, op.cit, pp 1-13.

²⁴⁸ Ibidem, p 13.

بالنسبة لـ Mishkin عامي 1999 و 2001 إن عدم التماثل في المعلومات المالية هي محور التحليل، فإذا كان أداء الأسواق المالية بكفاءة فإنها تضمن تحركات أمثل لرأس المال بين الدول. فالتباين في المعلومات من شأنها أن تضعف من هذا الدور المثالي، فإذا كان عدم التماثل كبيراً فالأسواق المالية لم تعد تقي دورها وبالتالي هي في أزمة.

وقد أدى التحرير المالي خاصة بسعر الفائدة إلى طفرة في الائتمان يغذيها رأس المال الأجنبي تحت تأثير الخطر المعنوي. فضعف النظام المصرفي هو في الأصل جذور الأزمة الآسيوية فالمخاطر كانت معتبرة في ظل غياب إدارة المخاطر والرقابة على النظام المصرفي. وقد شهدت البنوك المحلية تدهوراً في ميزانياتها بسبب الخسائر وأدى الارتفاع الحاد في الديون المعدومة إلى أزمة الائتمان في البنوك وهجمات على العملة²⁴⁹.

أما عن Barabger وآخرون عام 2001 أظهر العلاقة بين الخطر المعنوي والائتمان الدولي بدراسة العرض الدولي للائتمان من أجل تحليل أسباب التقلبات الحادة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وقد كشفت عن وجود دورات الائتمان المرتبطة بدورات رأس المال في البلدان الناشئة والمتقدمة ويتصورون بأن الخطر المعنوي عبارة عن نوع من خيار بيع. علاوة أن الخطر المعنوي يؤدي إلى توازنات متعددة لأحجام رؤوس الأموال المتدفقة وأسعار الفائدة على القروض فهي عبارة عن وضعية إفراط في المديونية وفي منطق التحقق الذاتي فإن تدفقات القروض تستطيع وبسرعة سحبه²⁵⁰.

المبحث الرابع: أسباب أخرى إلى جانب النظريات المفسرة للأزمات

هناك العديد من الأسباب التي أثرت تأثيراً مباشراً وغير مباشراً على البنوك وأسواق المال وتضافرت وعضد بعضها بعضاً لتعميق وشمولية هذا التراجع الاقتصادي الم تصاعد . إن تشخيص أسباب الأزمة هو مفتاح العلاج السليم، فتصور الشيء تصويراً سليماً ودقيقاً ومحيداً وموضوعياً هو جزء من تقديم الحل السليم الموضوعي الرصين ولم تقتصر الأسباب على ما تم تقديمه سلفاً وإن يصعب أحيانا الفصل بين الأسباب والأعراض، إلا أنها تبقى لها إضافة ملموسة في شرح الأزمات خاصة منها المعاصرة التي أخذت منحى جديدا في الفكر الاقتصادي للأزمات. في هذا هي محاولة منا لعرض بعض من الأسباب

²⁴⁹ Mishkin.F.S (2001), *Financial Policies and Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper, N°8087, pp1-42.

²⁵⁰ Brabdgger et al (2001), *Bâle II : Une nouvelle approche réglementaire du risque de crédits quels impact sur les marchés de crédits émergents*, Etudes Marchés Emergents, Caisse des Dépôts et Consignations, N°1, Juin pp 7-10.

الأخرى إلى جانب النظريات والنماذج التي أسهمت بشكل مباشر في تفسير للأزمات ما يساعد في العلاج والتنبؤ بالأزمات مستقبلا.

أولاً: عدم الاستقرار الاقتصادي

من المكاسب المتوقعة للعولمة بأنه وبفضل التنوع قد يحد من عدم الاستقرار الاقتصادي خاصة في البلدان النامية والناشئة التي بطبيعتها غير مستقرة بسبب هياكلها الإنتاجية الأقل تنوعاً مقارنة مع البلدان الصناعية.

ومع ذلك فالأزمات التي شهدتها هذه البلدان توحى بأن عدم الاستقرار الاقتصادي قد يعزز في الواقع من التكامل المالي. ومن هذا السياق يظهر لنا جلياً سؤالاً جوهرياً: ما هي الآثار الكلية للعولمة على استقرار الاقتصاد الكلي؟ من المهم التمييز بين التقلبات في الإنتاج والاستهلاك فالنماذج النظرية بينت الآثار المباشرة للعولمة على تقلبات الناتج الداخلي قد تكون غير واضحة. فالتكامل المالي يوفر للاقتصاديات الناشئة ما يساعدها على تنويع قاعدتها الإنتاجية من ناحية ومن ناحية أخرى وبسبب اعتبارات الميزة النسبية قد يؤدي التكامل إلى زيادة التخصص في الإنتاج مما يجعل من الاقتصاديات أكثر عرضة للصدمات²⁵¹.

أياً كان التأثير على تقلبات الإنتاج تقترح هذه النظرية أنه ينبغي للتكامل المالي الحد من تقلبات الاستهلاك الذي يعد من أهم العوامل لتحقيق النمو الاقتصادي، والفكرة الرئيسة وراء ذلك هي أن الأسواق المالية تعد أفضل مكان لتقاسم المخاطر ويكون لها تأثير سلس على الاستهلاك باعتبار أن التقلبات في الإنتاج ليست مرتبطة تماماً بين البلدان وبالتالي فعملية تبادل الأصول المالية يمكن من فصل مستوى الاستهلاك المحلي عن مستوى التقلبات في الإنتاج²⁵².

على الرغم من أهمية هذه المسألة والنتائج التجريبية لآثار العولمة المالية على تغيرات مؤشرات الاقتصاد الكلي التي بينت حقائق عن آثار محدودة للتكامل المالي. فخلافاً لعدد كبير من الدراسات التجريبية التي اهتمت بدراسة أثر التكامل المالي على النمو الاقتصادي وجود عدد محدود من الدراسات لتحليل الروابط بين التكامل المالي وعدم الاستقرار الاقتصادي بالإضافة إلى ذلك كانت الدراسات عموماً غير قادرة على توثيق صلة تجريبية بين التكامل المالي وعدم الاستقرار الاقتصادي.

²⁵¹ Razin et Rose (1994), *Business Cycle Volatility and Openness : An Exploratory Crosse-Sectionnal Analysis*, New York Cambridge University Press.

²⁵² Obstfeld et Rogoff (1998), *Risk and Exchange Rates*, Document de travail n° 6694, National Bureau of Economic Research.

اهتمت دراسة Rose و Razin بدراسة أثر الانفتاح التجاري والمالي على تقلبات الإنتاج والاستهلاك والاستثمار لعينة مكونة من 138 بلدا خلال الفترة 1950-1988 وقد خلصت هذه الدراسة لعدم وضوح علاقة بين الانفتاح ومتغيرات عدم الاستقرار الاقتصادي.

هدفت الدراسة المنجزة من قبل Stiglitz وآخرون عام 2001 إلى البحث عن مصادر تقلبات الإنتاج باستخدام عينة مكونة من 74 بلدا خلال الفترة 1960-1997 وخلصت إلى وجود قطاع مالي محلي أكثر تطورا قد يحد من تقلبات الإنتاج والاستهلاك.

توصلت الدراسة التي قام بها Bush وآخرون عام 2002 إلى نتيجة عدم وجود علاقة قوية بين الانفتاح المالي وتقلبات الإنتاج لبيانات لعينة مكونة من 25 بلدا من دول منظمة التعاون والتبادل الاقتصادي.

أما دراسة Gavin عام 1996 فاهتم من خلالها في البحث عن مصدر تذبذب الإنتاج وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة قوية ايجابية بين تقلبات تدفقات رؤوس الأموال وعدم استقرار الإنتاج لعينة من البلدان النامية للفترة 1970-1992.

ركزت دراسة O'Donnell عام 2003 التي شملت 93 بلدا لفترة الممتدة 1971-1994 وجد من خلالها أن هناك مستوى عال من التكامل المالي الذي نتج عن انخفاض تقلبات الإنتاج لدول منظمة التعاون والتبادل الاقتصادي وزيادة التقلبات الإنتاج مع دول خارج هذه المنظمة وفي ذلك إشارة إلى أن البلدان بقطاعات مالية متطورة قادرة على الحد من تقلبات الإنتاج.

وتصب نتائج دراسة Bekeart و Harvey عام 2002 في نفس سياق الدراسات السابقة وبينت الدراسة أثر تحرير أسواق الأسهم على تقلبات الإنتاج والاستهلاك للفترة 1980-2000. وتشير الدراسة إلى أن فتح حساب رأسمال يخفض من تقلبات الإنتاج والاستهلاك ولكن بأثر محدود على غرار تحرير الأسواق المالية.

وترد دراسة Prasard و Kose عام 2003 بأهمية فهي تقيس القيود المفروضة على المعاملات وتدفقات رؤوس الأموال الإجمالية لفهم التكامل المالي بمختلف جوانبه ومستوياته. أكدت هذه الدراسة أن الارتفاع النسبي في تذبذب الاستهلاك في البلدان التي تعرف تدفقات لرؤوس الأموال معتبرة إضافة إلى الانفتاح التجاري وطبيعة الهياكل الإنتاجية في هذه البلدان. وقد حدد الباحثين أثر العتبة إذ أنه بعد تجاوز مستوى

معين يكون للتكامل المالي أثره في التخفيف من حدة التقلبات في الاستهلاك والإنتاج في معظم الاقتصاديات الناشئة. ومع هذا خلال فقد وجد في هذه الدراسة أن معظمها تقع تحت مستوى العتبة²⁵³.

لماذا التقلبات النسبية للاستهلاك التي نشأت، على وجه التحديد، في البلدان النامية التي هي أكثر انفتاحا لتدفقات رؤوس الأموال؟ تفسير ذلك هو أن الزيادة في الإنتاجية والإنتاج في هذه الاقتصاديات في نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات أدى إلى زيادة الاستهلاك الذي تم تمويله من قبل المستثمرين الدوليين مع تعهد هذه البلدان لتحرير أسواقها المالية المحلية والتخفيف من القيود المفروضة على السيولة.

واتساقا مع هذا التفسير هناك مجموعة متزايدة من البحوث تشير إلى أن طبيعة رؤوس الأموال الدورية قد يكون لها تأثيرا سلبيا على استقرار الاستهلاك في الاقتصاديات الناشئة وأحد مظاهر الدورات الاقتصادية هي ظاهرة التوقف المفاجئ من تدفقات رؤوس الأموال²⁵⁴.

بصفة عامة، فالدخول إلى الأسواق المالية الدولية يمثل عنصرا دوريا يميل إلى توليد تقلبات أعلى في الإنتاج والاستهلاك بالنسبة إلى الناتج الداخلي الخام²⁵⁵.

ثانيا: انفصال المجال المالي عن المجال الحقيقي

تزامنت العولمة مع اتساع هائل في حجم المبادلات المالية حيث تضاعف إجمالي المعاملات المحققة في سوق الصرف 5 أضعاف بين عامي 1980 و 2000، وهذا الحجم المتنامي ليست له صلة مباشرة مع تمويل الإنتاج والمبادلات الدولية. فالمتعاملون الدوليون يبحثون عن السيولة والمرد ودية المالية في الأجل القصير بينما تحتاج المؤسسات الإنتاجية إلى تمويل دائم²⁵⁶.

وعموما تكمن مسببات حالة عدم الاستقرار أساسا إلى الانفصال بين المجال المالي والحقيقي فالأسواق المالية تصبح غير مستقرة دون وجود أي مبرر لها في الاقتصاد الحقيقي.

1- نظام جديد في التراكم الرأسمالي

²⁵³ من خلال هذه الدراسة حددت العتبة بنسبة 50% من الناتج الداخلي الخام وعادة البلدان الصناعية تتجاوز هذا المستوى. ويشمل تحديد العتبة معايير كمية كالتدفقات من رؤوس الأموال ومعايير نوعية عادة ما تتمثل في القنوات المباشرة وغير المباشرة للعولمة والحكم الراشد.

²⁵⁴ Calvo et Reinhart (1996), *Capital Flows to latin America : Is there Evidence of Contagion Effects*, Institute for International Economics, pp 1-20.

²⁵⁵ Reinhart (2002), *Defaulte, Currency Crises and Sovereign Credits Ratings*, Working Paper NBER N°8738, pp 1-36.

²⁵⁶ Plihon.D (1997), *Les enjeux de la globalisation financière, Mondialisation au-delà des mythes*, Algérie, Edition Casbah, p 75.

نقطة الانطلاق في صعود هذا التيار لإعادة تكوين كتلة من رؤوس الأموال لتحقيق القيمة عن الطريق المالي وحده دون المرور بالإنتاج كرأسمال للإقراض في البورصات وبفضل العائدات والأرباح التي حققتها الشركات المتعددة الجنسيات الأمريكية والتي تودع بالخارج دون إعادة استثمارها في الصناعة. ولهذا فقد ظهر سوق الأورو دولار منتصف الستينيات حتى قبل انهيار أسعار البترول والركود الذي تلاها في السنوات (1984-1985)، وكانت التجربة المستفادة خلال هذه الفترة .

في هذا الإطار وكذلك في خدمة الديون للعالم الثالث قد أتاحَت للمؤسسات المالية بمضاعفة ضغوطها من أجل مصالح تخدم مصالح الدائنين في اتجاه المزيد من التحرير المالي والاقتصادي وإزالة الضوابط والقيود المنظمة لحركة رؤوس الأموال. وقد كان لفشل السياسات التي اتبعت في أواخر السبعينيات للإنعاش والخروج من الركود قد سهل الانتقال إلى السياسات التحريرية الجديدة خاصة ما بعد الحرب.

توافق مع هذه التحولات، في نفس الفترة، بلوغ المدخرات في صناديق المعاشات الخاصة، إذ أصبحت الفاعل الأقوى في سوق المال، إلى مستوى من الدرجة والنمو والتراكم. وصادف مع نفس الفترة انفجار أزمة الدين العام في دول منظمة التعاون والتبادل الاقتصادي مع نمو العجز في ميزانياتها الذي تم تمويله إلا من خلال طرح سندات مالية.

ومن هنا فالمال الذي يصنع مالا والقيمة التي تعطي قيمة من ذاتها وبذاتها دون المرور بأية عملية إنتاجية من أي نوع تتوسط بين المال المستثمر والعائد من الاستثمار، والذي يعبر عنه بالمعادلة التي قدمها ماركس (نقد = نقد) في مقابل المعادلة (نقد = إنتاج = نقد) أو هو المال الذي يستثمر في الإنتاج الصناعي ويحقق عائدا ودخلا متراكما لإعادة استثماره من جديد في الإنتاج وهي الدورة الرأسمالية الجديدة.

إن العمليات الخاصة بالمجال المالي تولد شرائح من البورجوازية سمتها في الأساس الربح التي تنتج من تحويلات من مجال الإنتاج والتبادلات، فهي عملية استنزاف لفائض القيمة المنتج والناجم عن الإنتاج. لقد جسدت المضاربة قفزات مالية عرفت بها الأسواق المالية طوال عقد التسعينيات فالمضاربة على العملات والتحويلات والأسهم لها دور في انحدار رأسمال المالي الذي انفصل عن دوره الطبيعي في إطار الدورة الإنتاجية الرأسمالية، ويبدو وهما في هذه الحالة لأن المال في ذاته ومن ذاته هو الذي يربح ويثمر.

والشكل الرئيسي الذي يأخذه رأسمال الوهمي في معظم الأحيان على أنه تراكم للأسعار في السوق بعيدا عن الإنتاج ومنفصلا عنه، فالأسهم ينظر إليها على أنها تمثل رأسمال إنتاجي حقيقي ولكنها لا تعدو من كونها حقا على ربح في المستقبل، فحملتها باستطاعتهم إعادة بيعها وبذلك يحولونها إلى رأسمال مالي.

وتعد رسملة دخل منتظم كالفائدة على القروض ليشكل رأسمال ما هي إلا عملية للتراكم الرأسمالي المالي ولا يعدو عن كونه رأسمال ناتج عن وهم. كما تعد أيضا إيداعات البنوك من مكونات رأسمال الوهمي وقد كانت في عهد ماركس محدودة بينما في الوقت الراهن أصبحت مخزنا هائلا للنقد ومع ذلك فقد أدرك ماركس حقيقتها وأهميتها منذ ذلك الحين.

ففي الدورة الإنتاجية فصاحب المال يمكن أن يودعه في البنك في شكل ذهب أو أوراق مالية ولكن البنك يقرض هذا المال وبعدها يؤدي هذا المال وظيفته كرأسمال مالي. بينما الوديعة لا تعد عن كونها وديعة في حساب دفتر في البنك دون وجود حقيقي حتى ولو كان المودع يستطيع الدفع بتحرير شيكات على حسابه. وفي نظر ماركس فالنقد المصرفي هو مجرد عملية مصرفية تتيح الدفع بمجرد الكتابة فهي إذن نقود وهمية في مقابل النقود الحقيقية الذهبية أو ما يمثلها في صورة أوراق النقد المصرفية.

2- المشتقات المالية ودورها في تعزيز الأزمات

إن عملية العولمة لم تتسارع وتزداد حدتها بقدر ما تسارعت واشتدت في القطاع المالي وسار التكامل المالي الدولي خطوة مع رفع الحواجز بين أنماط الأسواق المالية المختلفة أسواق الصرف، القروض، الأسهم والسندات ودعم ذلك المؤسسات والأدوات المالية الجديدة. ففي أسواق الصرف مثلا كان يتم تداول 1300 مليار دولار يوميا وكانت العقود على العملات الأجنبية تمثل 30 ضعفا من الإنتاج.

تعتبر المشتقات المالية أدوات فعالة في تسيير المخاطر ولكن مع تطورها بالمقابل فاقم من حدة أزمات الصرف والأزمات المالية ذات التكاليف الباهظة والحقيقية كما تساعد على انتشارها وتوسع نطاقها وذلك لما ترتب عن استخدامها عدة مخاطر ونوردها فيما يلي²⁵⁷:

- مخاطر ائتمانية: وتسمى أيضا مخاطر عدم الوفاء ونعني بها عدم قدرة أحد طرفي العقد الوفاء بالتزاماته الناتجة عن أحد العقود للمشتقات المالية ويعود أهم الأسباب لفشل العديد من المؤسسات المالية والمصرفية.
- مخاطر السيولة: ونعني بها عدم القدرة على الالتزامات من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، إذ ورغم السيولة التي تتمتع بها هذه الأدوات إلا أنه تبقى هناك مشكلة تعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بسرعة ممكنة وذلك بسبب عوامل تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب العرض

²⁵⁷ محمد خميسي بن رجم (2009)، المشتقات المالية: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة المالية، جامعة سيطف يومي 20-21 أكتوبر، ص 11-12.

والطلب في السوق وغيرها من العوامل الأخرى، مما يؤدي إلى خسائر للأوراق التي ترغب بتسجيل مراكزها بسرعة.

- مخاطر السوق: تظهر نتيجة لتقلبات في أسعار عقود المشتقات في الأسواق والتي ترجع عادة إلى تغيير قيمة الأصل محل التعاقد. وتعتبر المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها وقياسها رغم صعوبة القيام بذلك نظرا للتقلب الكبير في أسعارها.
- مخاطر التسوية: وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أهم أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا أو آجلا مما ينجم عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغيير السعر خلال تلك المدة.
- المخاطر التشغيلية والإدارية: وهي تتعلق بأخطاء العاملين في مجال المشتقات وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المستخدمين عن إدارة العقود.
- المخاطر القانونية: وهي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض الجوانب القانونية مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود.

لقد ساهمت المشتقات بشكل كبير في خلق الأزمات وتوسيع نطاقها باعتبارها الركيزة الأساسية لاقتصاد الكازينو في يد المضاربين، إذ أصبحت المضاربة أكثر سهولة في أسواق المشتقات بفعل الرفع المالي.

وفي هذا الإطار بينت دراسة Visano.S عام 2004 التفاعلات بين المشتقات المالية والاستخدام لغرض المضاربة مستندا على حجة Schumpeter الذي بين أن الابتكارات تخلق نوعا خاصا من المحيط المريب. وهذه الحجة ليست مقتصرة على الابتكارات المالية ولكن دور الهندسة المالية في انفجار موجات المضاربة لا يمكن إبعادها من حقل التحليل. كما يرى Boyer وآخرون أن كل ابتكار عظيم ينشط استراتيجيات جديدة تؤدي إلى أزمة²⁵⁸.

وفي هذا السياق تجدر الإشارة إلى أن Chapman.R، 1998، كان أول اقتصادي أثار موضوع الآثار السلبية لاحتيالات تطبيقات المشتقات المالية عندما أكد على ذلك بقوله أن النقطة التي لم يصل إليها أي شخص حتى الآن هي أن شراء المشتقات لا يمثل أي نوع من الاستثمار فهي مقامرة وتأمين ومراهنة، فالمشتقات المالية تعود بلا شيء على صاحبها. وعليه يعتبر البعض أمثال Stenherr، 1998، أن المشتقات المالية هي وحش التمويل أو سلاح تهديم قوي وبالنسبة للبعض الآخر Buffet، 2003، أن

²⁵⁸ مركز الأبحاث الاقتصادية و الاجتماعية للدول الإسلامية (2009)، النظام المالي و الصيرفة: البديل الممكن في أعقاب الأزمة المالية العالمية، تقرير منظمة المؤتمر الإسلامي حول الأزمة المالية العالمية لعام 2008، ص 6.

المشتقات المالية تؤدي إلى خطر العجز الذي يعمم إلى النظام المالي ككل الذي يطلق عليه بخطر المنظومة كما تؤدي أيضا إلى زيادة خطر عدم الاستقرار المالي عن مستوى السوق من خلال تشجيع وتنشيط سلوك التقليد لدى الوحدات الاقتصادية وتقوية الخطر المعنوي.

خلاصة الفصل الثاني

على ضوء ما تم عرضه سابقا فالأزمات رغم أنها ظاهرة قديمة نسبيا إلا أنها قد اتسمت بتكرار حدوثها وتوسعها في ثمانينيات القرن الماضي مع نمو العولمة المالية وتحرير لأسواق المال. عموما ما جلبت معها تغيرات في سلوك المتعاملين الاقتصاديين والجهات الفاعلة في التمويل وما يستخلص أنه مهما كانت طبيعة الأزمة (أزمة صرف، أزمة مصرفية أو أزمة مالية) فهي قابلة للقياس فبإمكان الاقتصاديين من تحديد حالات الأزمة مقارنة مع الحالات العادية. كما أن الأزمات المالية قد بينت هشاشة الاقتصاديات الناشئة في موضع تساؤل جوهري حول المميزات الهيكلية للأنظمة المؤسسية لهذه الدول.

فالأزمات لم تلق من الكلاسيك والنيوكلاسيك التأصيل النظري بالمعنى الحقيقي لكلمة أزمة لأنه في ذلك الوقت لم تدفع ما يكفي من الاهتمام بهذه الأزمات كظاهرة لأنها وقعت في فترات زمنية طويلة نسبيا مقارنة مع الأزمات الأخيرة وحتى تبعاتها كانت أقل اعتبارا مع الأزمات التي شهدتها العالم في السنوات الأخيرة.

وكما يظهر من خلال هذا الفصل الذي تضمن بالدراسة والتحليل لمختلف الآراء والنظريات التي تفسر الأزمات الاقتصادية والمالية التي تربطها بطبيعة عمل الاقتصاد الرأسمالي وهو الأمر الذي يجعل الارتباط بين حصول الأزمات المالية والعولمة المالية وثيقا جدا بحكم ارتباط تحققها بذات الأسس والمبادئ والخصائص الأساسية التي يستند عليها النظام الرأسمالي في عمله.

كما اتضح أن هناك مجموعة من العوامل أدت إلى تواتر الأزمات وانتشارها ما بين الدول وأهمها عدم تماثل المعلومات وسيطرة الرأسمالي التراكمي يعني ظهور نظام تراكمي لرأسمال جديد يعنى بخلق المال من المال كان له الأثر البالغ في انفصال دائرتي العماليات المالية عن العمليات الإنتاجية.

وما يمكن قوله أن لجودة المؤسسات وعدوى انتشار الأزمات من العوامل المؤدية للتأثير على كفاءة الأسواق المالية عموما وفي الاقتصاديات الناشئة خصوصا، فقد تبلور عنها فتح قنوات إجرامية لغسيل وتبييض الأموال والتهرب الضريبي وخلق بؤرا للفساد المالي بكل أشكاله. وقد كرس الأزمات المصرفية العدوى المالية التي تعتبر اليوم من أهم الظواهر خطيرة وصعوبة في معالجتها والتي أصبحت تشكل تحديا لصناع القرار ولذا فهل الأسواق المالية الناشئة في مأمن من هذه الظواهر التي قد تجعل من الصعب جدا الوصول إلى الهدف المرتقب ألا وهو تفعيل الأسواق المالية وجعلها أكثر تخصيصا لموارد نحو المشروعات الإنتاجية وهذا ما سوف يتم تناوله في الفصل الموالي.

الفصل الثالث: إشكالية تفعيل الأسواق الناشئة

لقد شكل تكرار الأزمات المالية في العديد من الدول ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام في نفس الوقت وذلك بأن آثار تلك الأزمات كانت حادة وخطيرة هددت من الاستقرار الاقتصادي والسياسي لتلك الدول بالإضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات لتشمل دولاً أخرى نتيجة الانفتاح المالي والاقتصادي. إذ تشير تقارير صندوق النقد الدولي أنه خلال الفترة 1980-1988 تعرض أكثر من ثلثي دول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية حادة، كما أن وتيرة تلك الأزمات تلاحقت وتسارعت عالمياً فشملت دول شرق آسيا والبرازيل والمكسيك والأرجنتين.

ويواجه الاقتصاد العالمي اليوم أزمة حقيقة عصفت بالدول المتقدمة والناشئة على حد سواء حيث بدأت بواورها في عام 2007 وبرزت في عام 2008 جعلت الكثير من الاقتصاديات في مواجهة مباشرة معها حتى ولو نفى البعض نأية منها غير أنها طالت العديد من الدول، فتكرر الأزمات المالية في الدول الناشئة ظاهرة متلازمة مع الصدمات التي تنشأ في الاقتصاديات المتقدمة أو حتى الناشئة وهذا بفعل العدوى في ظل تطور ظاهرة العولمة وما ينتج عنها من تزايد في أوجه الترابط والتشابك بين مختلف الدول ومن الزيادة أيضاً في التذبذب في الأسعار السوقية.

ولا يقتصر الحديث فقط عن إفرازات الأزمات المالية فقط وإنما يجدر بنا أيضاً النظر باستيعاب وفهم كبيرين الدور إدارة الحكم الراشد في تنمية الممارسات والقواعد التي تضمن تحقيق النمو واستمراره والتنمية المستدامة عموماً، فالحكم الراشد أصبح حتمية في ظل تزايد التداعيات بخصوص تعزيز العولمة لقنوات الإجرام المالي بأشكاله وتقشي ظاهرة الفساد التي تمتص الكثير من موارد الاقتصاد، فالتأكيد على تفعيل الأسواق هو رهينة تحقيق الحكم الراشد كمحدد للنمو والتصدي للأزمات المالية وبناء على ذلك فنحن نسعى في هذا الفصل تسليط الضوء على هاتين القيمتين التي من شأنهما جعل الأسواق أكثر فعالية وعليه فقد تم تقسيم الفصل على النحو الآتي:

- المبحث الأول: الحكم الراشد كمحدد للنمو في لاقتصاديات الناشئة.
- المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر الحكم الراشد على النمو الاقتصادي للاقتصاديات الناشئة للفترة 2002-2011.
- المبحث الثالث: خطر العدوى المالية.
- المبحث الرابع: دراسة أثر أزمة الرهن العقاري على الاقتصاديات المتقدمة والناشئة للفترة 2000-2015.

المبحث الأول: الحكم الراشد كمحدد لتفعيل الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة

قد أصبح الحكم الجيد، في الوقت الراهن، أحد أهم مقومات تحقيق النمو الاقتصادي وتفعيل الأسواق المالية بالدول التي تعرف بالاقتصاديات الناشئة. ففي السنوات الأخيرة، فقد حققت هذه الاقتصاديات توازنات هامة في مؤشرات الاقتصاد الكلي ولتدعيم ذلك فقد قامت السلطات المعنية باتخاذ إجراءات تصحيحية مست خاصة المؤسسات والهدف المرجو من وراء ذلك هو بلوغ إدارة الحكم الجيد بتحسين جودة المؤسسات وبالتالي تحقيق التنمية المستدامة ومعدلات نمو اقتصادية مرتفعة.

أولاً: الحكم الراشد و العولمة المالية

لقد أكدت النتائج الأولية بأن الحكم الراشد قد يساعد في تحسين حالة الاستقرار الاقتصادي من خلال الاستفادة من مزايا التحرير المالي.

1- الحكم الراشد والقدرة الاستيعابية

وإن كان من الصعب إيجاد علاقة قوية بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي، إلا أن بعض الدراسات تشير إلى وجود آثار العتبة، فعلى سبيل المثال، يبدو أن تأثير الاستثمار الأجنبي له دور في تحفيز النمو الاقتصادي. بشكل عام، يمكننا النظر في القدرة الاستيعابية لبلد ناشئ في إطار موارده البشرية، مدى تطور السوق المالية المحلية، نوعية الحكم الراشد والسياسات الاقتصادية الكلية. تشير بعض الدراسات إلى أن تدفقات رأسمال الأجنبي لا يولد أثراً ايجابياً على إنتاجية الشركات المحلية في الدول التي لها قدرات استيعاب منخفضة نسبية، ولكن غالباً ما يتم الكشف عن المزيد من هذه الفوائد في الدول التي لها قدرات استيعاب عالية نسبية (Bailliu, 2000)²⁵⁹. وهذه النتائج تدعم وجهة نظر معينة أنه يجب على الدول بلوغ مستوى معين من القدرة لأجل الاستفادة الفعالة من العولمة المالية وينظر إلى الحكم الراشد كعامل محدد للقدرة الاستيعابية ولاسيما منذ الآسيوية الأخيرة.

من خلال العرض السابق، فالحكم الراشد يعرف على أنه مجموعة من المؤسسات والقواعد والكثير منها مترابط ومتكامل ومع ذلك فمن الضروري تحديد جميع الأبعاد الأساسية للحكم التي هي أكثر ملائمة

²⁵⁹ Bailliu, J (2000), *Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries*, Bank of Canada, Working Paper, N°2000-15, pp 1-37.

لدراسة التحرير المالي وهي: الشفافية، مكافحة الفساد، سيادة القانون والرقابة على أداء القطاع المالي وهي في مجملها تشير إلى نوعية الحكم الراشد كمحدد لقدرة البلد الاستيعابية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية (Reison and De Soto, 2001). والنتائج الأخيرة لـ (Alfaro and others, 2002)²⁶⁰ (Aikten and Harrison, 1999)²⁶¹ توحى بأن: حجم البلد، تكلفة اليد العاملة، معدلات الضرائب والحوافز والقوانين المعمول بها تجاه الشركات الدولية لها دور كبير في جذب الاستثمار الأجنبي.

2- العولمة المالية وتعزيز قنوات الإجرام المالي

إن تطور القنوات المالية الإجرامية كنتاج للعولمة ويظهر ذلك في ثلاث نقاط رئيسية:

- تطور المذات الضريبية؛
- غسيل الأموال التي تولدها الأنشطة الإجرامية؛
- الفساد واستغلال النفوذ.

فتجد ظاهرة المذات الضريبية قلما واهتماما واسع النطاق وهي في حد ذاتها ليست جنائية ولكن قد يكون لها بعدا جنائيا كالتهرب من الضرائب المفروضة على أنشطة مشروعة. وهذا القلق بات واضحا لأنه يتعلق بأموال مميزة رفع مالي عال أو في شكل صناديق تحوط والتي غالبا ما تعود ملكيتها لكبار المستثمرين أو لأصحاب الثروات أو لشركات تحقق أرباحا معتبرة. وقد استقهم فريق عمل من مجلس الشيوخ من رئيس جمعية الاستدانة الأمريكية الأسباب الحقيقية وراء إنشاء هذا الصندوق، ولم يخف هذا الأخير هذه الأسباب والتي تمثلت أساسا في الضرائب وهي مرتبطة بمحاولة التهرب الضريبي من النظام الأساسي أو من العمليات الرقابية. مع أكثر 100 مليار دولار (من حوالي 400 مليار من الموجودات المالية في العالم) أغلبها عبارة عن صناديق تحوط يتم إدارتها في الولايات المتحدة الأمريكية أي ما يقرب 600 صندوق عام 1999. وتبقى هذه الصناديق محاطة بنوع من الغموض بالرغم من أنه يجري نشر دوري للمعلومات للجمهور وعلى وجه الخصوص دليل الأعمال. ومع ذلك لتمكين العملاء لأجل المزيد من

²⁶⁰ Alfaro et al (2002), *FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets*, Working Paper, University of Houston, pp 1-37.

²⁶¹ Aikten.B and Harrison.A (1999), *Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela*, American Economic Review, Vol 89, pp 605-618.

السيطرة والتهرب من الضرائب من بلدانهم الأصلية فتح حسابات مصرفية في مصارف تعد مواقع للملاذات الضريبية وفقا لمعيارين أساسيين: ضرائب منخفضة جدا والسرية التامة المصرفية²⁶².

ويعد غسل الأموال أكثر جاذبية من الملاذات الضريبية لعائدات أنشطة غير مشروعة كالاتجار بالمخدرات، البشر والأسلحة. وتظهر هذه القنوات الإجرامية في كتلة التدفقات المالية التي تصاحب عولمة أسواق المال: تحرير حركة رؤوس الأموال، إلغاء الرقابة على الصرف والتطور التكنولوجي التي حفزت من ظاهرة غسل الأموال. إذ يمكن بحث عن مواقع نشرتها العديد من الهيئات والمنظمات في الشبكة الالكترونية كواقع للملاذات الضريبية بعيدا عن دائرة أي اختصاص هيئة رقابية وطنية أو دولية.

فوفقا لتقرير صندوق النقد الدولي لعام 1997 أن مواقع للملاذات الضريبية تستحوذ على ما قيمته 4800 مليار دولار بينما قدرت قيمة غسل الأموال الجنائية 600 مليار دولار ما يعادل 2% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي. موازاة مع تقريره الصادر عام 2000 تقرير الخزانة الأمريكية أن 50% من التدفقات السنوية متأتية من الاتجار بالمخدرات. ففي اجتماع دولي بجنيف عام 1999، أقر مجلس الشيوخ في هايتي أن الجزء الأكبر من رأسمال المستثمر في بلده هو من مصادر مشكوك فيها. ومن المهم الإشارة إلى دور القنوات الإجرامية في تعزيز الأزمات ولقد ركزت جهود الباحثين في هذا الميدان فيما إذا كانت هذه التدفقات المالية تأثير على الأداء السليم للأسواق المالية .

تعاني الاقتصاديات الناشئة، عموما، من درجات مرتفعة من الفساد المالي وهي في مجملها قد عرفت أزمات مالية. إن الجدول الموالي يوضح معدلات الفساد بين عامي 1999 و 2010 للدول التي شهدت أزمات ولا يمكن القول بأن الفساد هو السبب الرئيسي وراء نشوء هذه الأزمات ولكن قد أسهم في ذلك.

جدول 3-1: معدلات الفساد المالي بين عامي 1999 و 2010

البلد	1999		2010	
	المعدلات	الترتيب	المعدلات	الترتيب
البرازيل	4.1	45	3.7	69
المكسيك	3.4	58	3.1	98
الأرجنتين	3.00	71	2.9	105
روسيا	2.4	82	2.1	154
اندونيسيا	1.7	96	2.8	110

²⁶² Rapport du Séante (1999), Pour nouvel ordre financier mondiale: Responsabilité, éthique et efficacité, session ordinaire du 1999-2000, p 10.

المصدر: تقرير المنظمة الدولية للشفافية بين عامي 1999 و 2010.

وحسب تقرير لمنظمة التعاون والتبادل الاقتصادي، عام 1999، أن مستوى عال من الفساد من شأنه أن يعرض البلد لأزمات مالية حادة إذ قدرت قيمة العمولات غير المشروعة 80 مليار دولار، كما قد أقرت نفس المنظمة ، عام 2010، أنه 75% من الدول تعاني من تغلغل ظاهرة الفساد. ولا يقتصر دور القنوات الإجرامية في تعزيز الأزمات وإنما ينجم عنها ما يلي:

- التغيرات في الطلب على النقود لا علاقة بالأسس الاقتصادية؛
- عدم انتظام حركات أسعار الصرف والفائدة المتعلقة بالمعاملات المالية بين مختلف الدول؛
- ضعف قوة وسلامة الأصول المالية، خصوصا الجانب القانوني، عند إعادة تدوير الأموال الجنائية؛
- الاضطراب في أداء المالية العامة نتيجة التهرب الضريبي؛
- الشكوك حول شرعية بعض الأعمال التجارية الممولة بأموال غير شرعية؛
- ظهور الفقاعات المالية نتيجة المضاربة في أسواق المال أو من إعادة استثمار الأموال الهائلة التي مصدرها غسيل الأموال.

3- الحكم الراشد وتقلبات رؤوس الأموال

تسجل مختلف البلدان مستويات مختلفة من التقلبات وهذا يمكن ربطه مباشرة بنوعية السياسات الاقتصادية الكلية ونوعية الحكم الراشد بمعنى آخر ربطه بالتوقف المفاجئ فالسؤال الذي يمكن طرحه هو كيف للحكم الراشد أن يخفف من حدة التقلبات المفاجئة في التدفقات رؤوس الأموال؟ أشارت الدراسات إلى أن ضعف قدرة المؤسسات المالية المحلية والرقابة التنظيمية والمالية من المرجح أن تكون مصحوبة بأزمات مصرفية²⁶³ (Kaminsky et Reinhart, 1999) (Eichengreen et al, 2000)²⁶⁴.

²⁶³Kaminsky et Reinhart (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems,” American Economic Review, Vol. 89, pp 473–500.

²⁶⁴Eichengreen et al (2000), Capital Account Liberalization: What do Cross-Country Studies tell us?” (Unpublished; Berkeley: University of California).

ففي ظل غياب مؤسسات مناسبة للرقابة المالية وفتح مسبق لحساب رأسمال يمكنه أن يزيد من خطر الأزمة المالية لأن المؤسسات المقيمة هي تراكم لمخاطر مبالغ ففي جانب الخصوم الذي يمكن اعتباره عن اقتراض مفرط من أسواق رأسمال الدولي بينما جانب الأصول فهي إفراط قروض أنشطة ذات مخاطرة عالية وخاصة في ظل وجود ضمانات حكومية صريحة أو ضمنية. هذه العوامل يمكنها أن تسبب ضعفا في الميزانية العمومية والتضارب في مواعيد الاستحقاق أو عدم التماثل في العملات للموجودات والمطلوبات. وعلاوة عن ذلك، بسبب الارتباط مابين القطاعات والضعف في الميزانيات العمومية للقطاع العام وقطاع المؤسسات يمكن أن يؤثر على صحة المؤسسات المالية، إذا فمن الضروري أن تعزز البلدان قدراتها التنظيمية والرقابية ووضع إطار مؤسستي مناسب قبل الشروع في التحرير المالي.

ثانيا: الدراسات التجريبية السابقة

هناك العديد من الدراسات التي بينت وجود علاقة محدودة بين الإطار المؤسستي ومعدل نمو نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام. فهناك العديد من الباحثين الذين أكدوا، خلال هذه السنوات الأخيرة، على وجود عدة عوامل تفسر الاختلاف في معدل النمو بين الدول وتمثل أساسا في نوعية مناخ الأعمال الذي يشمل حكم القانون، مؤسسات الدولة السياسية والاقتصادية، قواعد وسياسات الحكومات، احترام حقوق الملكية، حرية التعبير وغيرها. فجودة المؤسسات في هياكلها وقوانينها من شأنها التخفيض من عدم اليقين وتفعيل أداء الحكومات ما يسهم بذلك في الفعالية الاقتصادية. ومن ناحية أخرى فهي تعكس خاصة حماية حقوق الملكية للأعوان الاقتصادية ما يحدد بدوره وجود مناخ أعمال سليم وجذاب للاستثمار والإنتاج من عدمه. وفي هذا الخصوص، سوف نقوم بعرض لبعض من الدراسات في هذا الشأن نلخصها في:

- دراسة للبنك العالمي (2003)²⁶⁵: شملت هذه الدراسة دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وخلصت الدراسة أنه منذ 1980 لم يتجاوز المتوسط السنوي لمعدل نمو نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام 0.9% وهو أقل حتى من معدلات النمو في دول جنوب الصحراء الإفريقية. وقد أوردت أن جذور ضعف النمو يكمن في فجوة إدارة الحكم، وبالفعل فالمحاكاة أثبتت أنه لو كان متوسط مستوى الإدارة العامة في المنطقة

²⁶⁵ Banque Mondiale (2003), Rapport sur le développement dans le monde : améliorer les institutions, la croissance et la qualité de vie.

موازيا لبعض الدول الآسيوية العالية الأداء (ماليزيا، الفلبين، سنغافورة وتايلاند) لارتفعت معدلات النمو بما يقارب نقطة مئوية.

- دراسة North Douglass (1990)²⁶⁶: حددت هذه الدراسة ثلاثة أبعاد رئيسية لجودة المؤسسات وقد توصل إلى نفس هذه النتائج دراسة Daron و Acemogla (2005) والتي خلصت إلى استخلاص ثلاثة معايير:

- حماية حقوق الملكية؛
- تقييد السلطات للقوى السياسية المنتخبة؛
- تعميم فرص المساواة بين الأفراد.

- دراسة Kaufman, Kraay وآخرون (2003)²⁶⁷: خلصت هذه الدراسة إلى تحديد ما لا يقل عن 250 مؤشرا لقياس إدارة الحكم الجيد، وقد حصلت المعطيات من 25 مصدرا منها ما تعود لـ 18 هيئة دولية وتغطي قاعدة البيانات 199 بلدا للسنوات: 1996، 1998، 2000، 2002. ووفقا لهذه الدراسة يتحصل كل بلد على نقطة تتراوح بين -2.5 و +2.5 وكلما اقتربت النقطة من +2.5 يعني مؤشر إدارة حكم جيد. واعتمادا على هذه الدراسة فقد تم احتساب مؤشر لإدارة الحكم الجيد على أساس المتوسط لستة قياسات رئيسية: الاستقرار السياسي وغياب العنف، الفساد، سيادة القانون، احترام حقوق الإنسان، المشاركة وفعالية الإدارة العامة للحكومات.

- دراسة أميرة بوزيد (2012)²⁶⁸: تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر إدارة الحكم الراشد على النمو الاقتصادي في الاقتصاديات الناشئة، وقد شملت هذه الدراسة 19 بلدا ناشئا للفترة الممتدة 1990-2005 بالاعتماد على مؤشر الحكم الراشد لدراسة Kaufman و Kraay ، وخلصت الدراسة إلى إثبات وجود علاقة ايجابية بين إدارة الحكم الراشد والنمو الاقتصادي في الدول التي تعرف بإدارة حكم جيدة، بينما وجود علاقة سلبية في البلدان التي تتميز برداءة الحكم الراشد.

²⁶⁶North Douglass (1990), *Institutions, Institutional Changes and Economic Performance*, Cambridge University Press, New York, pp 1-26.

²⁶⁷ Kaufman, Kraay et al (2003), *Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002*, Working Paper N°2772. pp 1-59.

²⁶⁸Amaira.B (2012), *Gouvernance, libéralisation financière et croissance économique: Aperçu théorique et validation empirique*, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol 21, N°9, pp 46-56.

- دراسة Law و Demetriades (2006)²⁶⁹: وقد حاولا تقديم دراسة قياسية لتوضيح أثر العوامل المؤسسية وتنمية القطاع المالي والنمو الاقتصادي، وقد شملت الدراسة عينة مكونة من 72 بلدا للفترة الممتدة 1978-2000. وقد بينت النتائج أن للقطاع المالي دورا ايجابيا على النمو الاقتصادي عند توفر إطار مؤسسي سليم وملائم وكما بينت الدراسة كذلك أن الدول ذات مستويات دخل منخفضة فهناك أثر مباشر للمؤسسات على النمو الاقتصادي وهو مرتفع بالمقارنة مع أثر القطاع المالي على النمو الاقتصادي.

- دراسة Law و Azman-Saini (2008)²⁷⁰: شملت الدراسة عينة مكونة من 63 بلدا للفترة الممتدة 1996-2004 باستخدام طريقة المربعات المتحركة المعممة، وقد أسفرت هذه الدراسة على أن جودة التنظيم المصرفي يلعب دورا حاسما في تنمية القطاع المصرفي وبالتالي دفع عملية النمو الاقتصادي. وقد أكد هذه النتيجة كذلك دراسة Balgati وآخرون (2009).

- دراسة D. Rodrick (2007)²⁷¹: وقد أفضت دراسته إلى عدم الخلط بين الترتيبات التي يجب أن تتضمنها المؤسسات كاحترام حقوق الملكية، تنمية الحوافز والاستقرار الاقتصادي الكلي والأشكال التي بإمكانها الاقتراض وفقا للسياق المحدد لكل اقتصاد ناشئ. وبالتالي فإن فرضية وجود تنوع في الترتيبات المؤسسية لتعزيز النمو في حالة محددة للتمويل فلا حاجة للنظر في أن هناك نموذجا أمثل لتطوير الهيكل المالي للاقتصادات الناشئة.

- دراسة Jacques.O.A و Nicolas.M (2000) فقد حاولا إيجاد علاقة بين الحكم الرشيد: الشفافية في الأداء العام، مكافحة الفساد، حرية عمل الأسواق، الديمقراطية واحترام حقوق الملكية من جهة والتنمية الاقتصادية من جهة أخرى وذلك باستخدام قاعدة البيانات الأصلية التي تعطي الجوانب المؤسسية للاقتصاديات بتطبيق طريقة تحليل المركبات الرئيسية. وقد خلصت الدراسة أنه من الصعوبة إيجاد علاقة بين الحكم الرشيد والنمو الاقتصادي بسبب ثقل العلاقات الشخصية في اتخاذ القرارات الاقتصادية. إضافة إلى ذلك دراسة Wei (1997، 2000 أ، 2000 ب) إذ بين أن الانحراف المعياري للفساد في البلد المضيف للاستثمارات الأجنبية يوافقه زيادة تقدر 30% من معدل الضريبة، وتشكل الشفافية في أداء الحكومات بعدا آخر للحكم الرشيد.

²⁶⁹ Law S.H et Demetriades.P (2006), *Finance, Institutions and Economic Development, International Journal of Finance*, Vol11, N°3, pp 245-260.

²⁷⁰ Law S.H et Azman-Saini.W (2008), *the Quality of Institutions and Financial Development, MPRA Paper N°12107*, pp1-19.

²⁷¹ D. Rodrick (2007), *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions and Economic Growth*, Princeton and Oxford, Princeton University Press.

ثالثاً: المتغيرات المؤسساتية

إن تعريف المؤسساتية هو ذلك التعريف المعتمد من طرف قاعدة البيانات عن البنك الدولي وهو التعريف الذي قدمه North (1990) فالمؤسسات تتكون من جميع القواعد الرسمية (الدستور، القوانين واللوائح، النظام السياسي،...) وغير الرسمية (الثقة في المعاملات، نظم القيم والمعتقدات والتصورات والأعراف الاجتماعية) التي تحكم سلوك الأفراد والمنظمات تسعى إلى تحقيق أهدافاً مشتركة²⁷² ويغطي الجانب المؤسساتي أربعة جوانب رئيسة لتقييم المحيط المؤسساتي.

1- البيئة التنظيمية²⁷³

تقييم على أساس جملة من القواعد الاحترازية كنسبة كوك، والقواعد التي تحد من التركيز القطاعي للقروض الممنوحة، والقواعد التي تحد من تركيز القروض المقدمة من قبل المقترض، أما الرقابة والإشراف فهي تخص عملية الإشراف على المصارف ومؤسسات التأمين وتطبيق للرقابة الداخلية سواء على المؤسسات المالية الخاصة والعامة للتصديق المحاسبي على صحة ومصادقية الحسابات المصرفية التي تعكس سلامة نظم المعلومات والتوحيد المحاسبي ونظم الإشهار عن إصدارات الأسهم للشركات.

2- البيئة العامة (الإدارة العامة)²⁷⁴

وتعتمد على مجموعة من المؤشرات لقياسها كالفساد بكل أشكاله بين الإدارة العامة والمواطنين أو بين الإدارة العامة والشركات التجارية، الشفافية في أداء الإدارة العامة في المجال الاقتصادي لاسيما شفافية الموازنة العامة والإحصاءات الاقتصادية والمالية الأساسية والتشاور مع صندوق النقد الدولي، واستقلالية البنك المركزي ويمكن كذلك قياسه بحجم الاقتصادي الموازي والتهرب الضريبي والجمركي، وقدرة الإدارة على تنفيذ التدابير المتفق عليها، ووضوح السياسة الاقتصادية كونها موضوع نقاش وإعلام عام.

3- البيئة القانونية²⁷⁵

وتقاس بعدد من المؤشرات يمكن إجمالها فيما يلي:

- سلامة العقود الشفوية والخطية مع أو بدون وساطة بين الجهات الخاصة المحلية والأجنبية؛

²⁷² North.D (1990), op.cit, p2.

²⁷³ Dewatripont.M et Tirole.J (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, MTI Press.

²⁷⁴ Noyer.C (2007), *The Challenges of Financial Liberalization for Emerging Markets Economies*, BIS Review, Banque de France N°64.

²⁷⁵ Dermirgüç-Kant et al (1998), *Law, Finance and Firm Growth*, Journal of Finance, N° 53.

- احترام عقود الدولة سواء المحلية أو الأجنبية؛
- حماية حقوق الملكية والتي تقاس بمدى فعالية الوسائل القانونية؛
- وجود نظام تعويض لحيازة الأراضي وأدوات الإنتاج وغياب الضغوط على الملكية الخاصة؛
- فعالية قانون إفلاس الشركات واستقلال الهيئات المخولة لذلك.

4- البيئة السياسية²⁷⁶

وهناك مجموعة المؤشرات لتقييم البيئة السياسية ونوجزها فيما يلي:

- الحقوق السياسية و عمل المؤسسات السياسية ولاسيما حرية وشرعية الانتخابات، وقبول أو رفض تغيير المسؤول الأول في الدولة ومساهمة الجيش في الحياة السياسية؛
- القدرة السياسية وتقاس بالقدرة على اتخاذ القرارات واتساق السياسات؛
- الحريات واستقلالية المجتمع المدني بما في ذلك حرية الصحافة وتكوين الجمعيات والتجمع والتظاهر واحترام العلاقة بين المواطنين واحترام الأقليات العرقية والدينية واللغوية؛
- الأمن القومي ويقاس بأمن البضائع والصراع العرقي والأنشطة الإجرامية والصراعات الاجتماعية العنيفة.

رابعاً: صياغة النموذج للحكم الراشد

يعتبر نموذج Solow²⁷⁷ معدلات الاستثمار والنمو السكاني والتطور التكنولوجي كمغيرات خارجية، فالعائد على رأس المال والعمل يرجع لإنتاجيتهما الحديثة²⁷⁸.

²⁷⁶ Easterly.W et Levine.R (1997), *Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions*, *Quarterly Journal of Economics*, N°11, pp 1203-1250.

²⁷⁷ ولد في نيويورك، نشأ وترعرع في منطقة مسقط رأسه نيويورك. المهتمة في الحركات الاجتماعية، يجعل هدفه من الدراسة. في الواقع،²⁷⁷ عندما التحق بجامعة هارفارد في سن 16، هناك درس سولو علم الاجتماع والأنثروبولوجيا. واهتم أيضاً بالاقتصاد، ولكن دفعه اهتمامه القليل جدا في هذا المجال لقراءة كتاب مثل فاسيلي ليونتييف، الذي أصبح فيما بعد واحدا من أساتذته، ثم عمل كمساعد لهذا الأخير، وأخيرا صديقه. وفي عام 1942، ترك جانبا الاقتصاد واهتم بتدريسه ومحاربة النازية كان ببساطة أهم شيء أن تفعل في ذلك الوقت. وقال حتى أنه خدم في الجيش الأمريكي بين عامي 1942 و1945 في شمال أفريقيا وإيطاليا.

عاد إلى جامعة هارفارد في عام 1945 بناء على نصيحة من صديقة ومؤرخة الاقتصاد باربرا لويس، والآن هي زوجته، وعكف على دراسة الاقتصاد. وهو في نفس ألما ماتر حصل على الدكتوراه في الاقتصاد، من قبل فاسيلي ليونتييف واعترف بأن أحدث تحول من طالب الخبير الاقتصادي. الاقتصادي.

كان سولو غير ضليع في الرياضيات وحتى انه اضطر للتسجيل في الدورات المطلوبة من حساب التفاضل والتكامل والجبر الخطي. مما سمح له أن يكون في المشاركة مساعدا في معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا في هيئة التدريس الجدد في خلق اقتصاد، وبناء علاقة مع صمويلسون، صديقه الوثيق حتى وفاة هذا الأخير، والذي كان له سمعة الاقتصادي الذي أدرج الأداة الرياضية في الدراسات الاقتصادية.

نفترض دالة الإنتاج لكوب دوغلاس للفترة ²⁷⁹t

$$Y_t = k_t^a [A_t L_t]^{1-a} \dots\dots\dots (1)$$

حيث تمثل A: مستوى التطور التكنولوجي، L: العمل، K: رأسمال، Y_t : الإنتاج.

وإذا افترضنا أن العمل ومستوى التطور التكنولوجي يتزايدان بمعدلين n و g فتصبح عندئذ:

$$L_t = L_0 e^{nt} \dots\dots\dots (2)$$

$$\dots\dots\dots (3) A_t = A_0 e^{gt}$$

وعليه فإن عدد وحدات العمل الفعلية تتزايد بمعدل g+n فالنموذج يفترض نسبة ثابتة S من المنتج، فإنه

يمكن التعبير عن رأسمال ومستوى الإنتاج بوحدات من العمل $k = \frac{K}{AL}$ و $y = \frac{Y}{AL}$

ويمكن التعبير عن رأسمال كما يلي:

$$K_t' = SY_t - (n+g+\delta)k_t \dots\dots\dots (4)$$

$$K_t' = SY_t - (n+g+\delta)K \dots\dots\dots (5)$$

حيث يمثل δ معدل التدهور في المعادلة (4) يؤول k نحو قيمة ثابتة k^* تعرف كما يلي:

$$SK^{*a} = (n+g+\delta) k^*$$

$$K^* = \left[\frac{S}{N+g+\delta} \right]$$

وقد جادل سولو أن الاقتصاد لا يمكن فصله عن الجانب الاجتماعي: قديين في نموذج سولو، التي كثيرا ما يستخدم في دراسة أصل النمو الاقتصادي. وكان أيضا مستشارا لجون كينيدي. وكان هناك إلى جانب العقول العظيمة في الاقتصاد والتر هيلر، آرثر أوكون وكينيث ارو.

في عام 1987 حصل على "جائزة نوبل" للاقتصاد لعمله على نظرية النمو. وحصل أيضا على الميدالية الوطنية للعلوم في الولايات المتحدة في عام 1999. كما نشر العديد من المقالات في مجال تخصصه.

²⁷⁸ Solow RM. (1956), *A Contribution to theory of Growth*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. (70), pp: 65-94.

²⁷⁹ Amaira.B, op.cit, pp 47-51.

عند التوازن فإن نسب رأسمال والعمل مرتبطة ايجابيا مع معدل الاستثمار وسلبيا مع معدل نمو السكان فتعويض K كما هو معبر عنه في المعادلة (5) في دالة الإنتاج بالتعبير عنها بلوغاريتم نصيب الفرد من الدخل كما يلي:

$$\log\left(\frac{Y}{L}\right) = \log A + gt + \left(\frac{a}{1-a}\right) \log s - \left(\frac{a}{1-a}\right) \log(n + g + \delta) \dots\dots\dots(6)$$

إن التساؤل الرئيسي يتمثل في معرفة فيما إذا كانت البيانات تتلاءم مع النموذج المفتوح لـ Solow لمحددات المستوى المعيشي، فهو يفترض ثبات القيمتين g و s بين مختلف الدول علما بأن القيمة الأولى تعكس مستوى التقدم في المعارف وهي ميزة بدون شك تختلف من بلد لآخر.

كما أن A^0 لا يعكس فقط التقدم التكنولوجي فحسب وإنما أيضا مخصصات الموارد، مناخ الأعمال وجودة المؤسسات وعليه فهذه القيمة تأخذ بعين الاعتبار كافة العوامل الخاصة بكل بلد على حدة.

نفترض بأن:

$$\log A = \alpha + \varepsilon$$

حيث تمثل α و ε قيمة ثابتة والصدمة الخاصة لكل بلد على الترتيب وعليه تصبح المعادلة (6) كما يلي:

$$\log\left(\frac{Y}{L}\right) = \alpha + gt + \left(\frac{a}{1-a}\right) \log s - \left(\frac{a}{1-a}\right) \log(n + g + \delta) + \varepsilon \dots\dots\dots(7)$$

فالمعادلة الأخيرة هي نموذج قياسي بالاعتماد على نموذج Solow يشترط فيه أن معدلي الاستثمار والنمو السكاني مستقلين تماما عن العوامل الأخرى المؤثرة على الإنتاج. وللوصول إلى نموذج عام سوف نقوم بإدخال إلى النموذج المتحصل عليه مجموع العوامل الأخرى التي قد تؤثر على النمو الاقتصادي، فالمعادلة (1) يمكن إعادة صياغتها على النحو التالي:

$$Y_t = K_T^a H_t^b [A_t L_t]^{1-a-b} \dots\dots\dots(8)$$

إذ يعبر H عن مخزون رأسمال البشري وبقية العوامل الأخرى وقد تم تعريف A و L سابقا على النحو الآتي:

$$L_t = L^0 e^{nt} \dots\dots\dots(9)$$

$$A_t = A^0 e^{(gt+xq)} \dots\dots\dots(10)$$

حيث x شعاع يشمل المتغيرات الخاصة بالسياسة والاستقرار السياسي والعوامل الأخرى التي تؤثر على مستوى التقدم التكنولوجي والفاعلية الاقتصادية. بينما q شعاع للمعاملات المتعلقة بمتغيرات الشعاع x .

نفترض S_k و S_h نسبا من الدخل المستثمر من رأسمال المادي والبشري على الترتيب أي أن:

$$K'_t = S_k Y_t - (n+g+\delta)K_t \quad \dots\dots\dots (11)$$

$$h'_t = S_h Y_t - (n+g+\delta)h_t \quad \dots\dots\dots (12)$$

وإذا عبرنا عن رأسمال البشري والمادي والإنتاج بوحدات من العمل أي:

$$Y = \frac{Y}{AL}, \quad k = \frac{k}{AL}, \quad h = \frac{h}{AL}$$

وأن رأسمال المادي والبشري يتدهور بمعدل ثابت δ ، فإن المعادلتين السابقتين فعند التقارب نحو التوازن فإن K و L يعرف بالعلاقة :

$$k^* = \left[\frac{S^{1-b} s^b}{n+g+\delta} \right] \quad \dots\dots\dots (13)$$

$$H^* = \left[\frac{S^a s^{1-a}}{n+g+\delta} \right] \quad \dots\dots\dots (14)$$

وبتعويض هاتين المعادلتين في دالة الإنتاج وبوضع $a+b=x$:

$$gt + xq - \left(\frac{x}{1-x} \right) \log(n + g + \delta) + \left(\frac{a}{1-x} \right) \log S_k + \left(\frac{b}{1-x} \right) \log S_h \log \left(\frac{Y}{L} \right) = \log A +$$

تعبّر النسب: $\left(\frac{x}{1-x} \right)$ ، $\left(\frac{a}{1-x} \right)$ ، $\left(\frac{b}{1-x} \right)$ عن المرونة لنصيب الفرد من الدخل، نسبة الدخل المستثمر في رأسمال المادي ونسبة الدخل المستثمر في رأسمال البشري على الترتيب. يتنبأ النموذج بأن مجموع المرونة تكون مساوية للمرونة بالنسبة لـ $n+g+\delta$ كما أنه يتنبأ بالتقارب الشرطي على محددات التوازن الساكن وتنبؤات كمية حول سرعة التقارب التي تعطى بالعلاقة الآتية:

$$\dots\dots\dots (16) \frac{d \log(Y)}{dt} = \varphi [\log y - \log y]$$

$$\varphi = (n + g + \delta)(1 - a - b)$$

تمثل φ سرعة التقارب.

يمكن إعادة صياغة المعادلة (16) على النحو الآتي:

$$\log y_t = (1 - e^{\varphi t}) \log Y^* + e^{\varphi t} \log Y \quad \dots\dots\dots (17)$$

وبطرح $\log Y$ من طرفي المعادلة وبالتعويض في Y^* نجد المعادلة (18):

$$\log Y \log Y = (1 - e^{\varphi t}) \left[\frac{-x}{1-x} \log(n + g + \delta) + \frac{a}{1-x} \log S + xq - \log Y + gt + \log A \right]$$

يعبر النموذج الأخير عن كل العوامل الأخرى، غير رأسمال مادي وبشري، التي من شأنها التأثير على النمو الاقتصادي²⁸⁰.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر الحكم الراشد على تنمية القطاع المالي والنمو الاقتصادي للاقتصاديات الناشئة للفترة 2002-2011

في أغلب الدراسات غالبا ما اعتبر الحكم الراشد وجودة المؤسسات في الاقتصاديات التي انتهجت سبيل التحرير المالي من بين العوامل الأساسية لتنمية القطاع المصرفي، وكما اعتبرت من قبل العديد من الباحثين والدارسين أن سوء الحكم ورياءة المؤسسات غالبا ما أدت إلى أزمات مصرفية رغم سلامة وصحة مؤشرات الاقتصاد الكلي.

وفي هذا المبحث سوف نقوم بتقديم دراسة قياسية بتحليل أثر جودة المؤسسات في تنمية القطاع المالي والنمو الاقتصادي للاقتصاديات الناشئة باستخدام طريقة السلاسل الزمنية والمقطعية.

أولا: تحليل السلاسل الزمنية المقطعية

نعني بمصطلح السلاسل الزمنية المقطعية بأنها مجموعة مشاهدات تتكرر عند مجموعة من الأفراد (دول، مؤسسات، محافظ،...) على فترات زمنية، وهي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت، فبالنسبة للسلاسل فهي تصف سلوك عدد من المفردات عند فترة زمنية واحدة بينما السلاسل الزمنية فهي تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة معينة وهنا تكمن أهمية معطيات

²⁸⁰ Berthélemy J.C et Varoudakis A, (1998), *Développement, Réformes financières et croissance : une approche en données de panel*, Revue Economique, Vol. (49), n° 1, pp: 195-206

السلاسل الزمنية المقطعية كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الزمن وعلى مفردات متعددة²⁸¹.

وتتمتع هذه النماذج في استخدامها مقارنة مع البيانات المقطعية أو بيانات السلاسل الزمنية بمفردها بالعديد من المزايا أهمها:²⁸²

- التحكم في عدم تجانس التباين الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو حالة السلاسل الزمنية؛
- تعطي البيانات الطولية كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية وكذا أقل تعددية خطية بين المتغيرات وبالتالي يكمن الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى؛
- القدرة على تحديد بعض الظواهر الاقتصادية مثل التقدم التكنولوجي واقتصاديات الحجم وبالتالي علاج مشكل عدم قابلية تقسيم اقتصاديات الحجم والتقدم الفني في تحليل دوال الإنتاج.

1- اختبار التجانس

إن اختبار التجانس أو عدم التجانس مهمة جدا لأجل تحديد هيكل السلاسل الزمنية المقطعية، وتعطى العلاقة الأساسية لهذه السلاسل لعينة مكونة من T مشاهدات لـ N فردية في المجموعة كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

يفترض أن حد الأخطاء مستقلة ومتماثلة التوزيع بمتوسط معدوم وتباين ثابت، كما يفترض معاملات النموذج يكمن اختلافها في البعد الفردي لكنها ثابتة في الزمن. ويمكن أن يأخذ هذا النموذج عدة صيغ مختلفة كالتالي²⁸³:

- تماثل الثوابت وتطابق شعاع المعلومات وبالتالي يمكن القول بأنه لدينا سلة متجانسة.
- اختلاف الثوابت وشعاع المعلومات وبالتالي يمكن القول بأنه لدينا N نموذج مختلف وعليه نرفض صيغة تجانس السلة.
- تطابق الثوابت واختلاف شعاع المعلومات بين المفردات وبالتالي يمكن القول بأنه لدينا N نموذج مختلف حسب المفردات.

²⁸¹ Dielman (1989), *Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis*, Texas Christian University, USA, p2.

²⁸² زكرياء يحي الجمال (2012)، اختبار النموذج في نموذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21، ص269.

²⁸³ Régis.B (2009), *Économétrie cours et exercices corrigés*, 9^{ème} édition, Dunod Paris, pp 348-350.

- اختلاف الثوابت وتطابق شعاع المعلمات نحصل في هذه الحالة على نموذج التأثيرات الثابتة الفردية.

ولتحقيق ذلك فقد قام Hsiao (1986) بتقديم خطوات عامة لاختبار التجانس، كما هي موضحة في الشكل الموالي، وتلخص هذه المراحل على النحو الآتي:

- المرحلة الأولى: اختبار التجانس الكلي

تتمثل الخطوة الأولى في اختبار فرضية التجانس العام القائمة على تماثل الثوابت وشعاع المعلمات، ويستخدم إحصائية فيشر F_1 المقدمة لاختبار التجانس الكلي للنموذج العام التي تتبع توزيع فيشر بدرجة حرية $NT - N(K+1)$ ويتم التعبير عنها بالصيغة التالية:

$$F_1 = [(SRC_{1,c} - SRC_1)/(N-1)(K+1)] / (SRC_1 / (NT - N(K+1)))$$

وحيث تمثل SCR_1 مجموع مربعات البواقي للنموذج العام و $SCR_{1,c}$ تمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج المعبر عنه:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_i' x_{it} + \varepsilon_{it}$$

وتكون نتائج هذا الاختبار إما بقبول الفرضية العدمية وبالتالي الحصول على نموذج بانل متجانس كلياً أو برفضها والانتقال إلى الخطوة الثانية التي تتمثل في تحديد إذا كان عدم التجانس مصدره المعاملات B_i .

- اختبار التجانس للمعاملات B_i

تتمثل الخطوة الثانية في اختبار المساواة بين المفردات لـ K مركبة للأشعة B_i وتعطى الفرضية العدمية كما هي موضحة في الشكل وتستخدم لذلك إحصائية فيشر F_2 التي تعطى بالعلاقة التالية:

$$[(SRC_{1,c} - SRC_1)/(N-1)K] / (SRC_1 / (NT - N(K+1))) = F_2$$

ففي حالة رفض الفرضية العدمية لتجانس المعلمات B_i يتم رفض بنية نموذج البانل لأنه في هذه الحالة تكون الثوابت α_i متماثلة فقط بين المفردات وتكون:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_i x_{it} + \varepsilon_{it}$$

لذلك يتم تقدير المعلمات للأشعة i باستخدام النماذج المختلفة مفردة بمفردة، أما إذا تم قبول فرضية العدم فإننا نحفظ بنموذج البائل وننتقل إلى الخطوة الثالثة.

• اختبار تجانس الثوابت α_i

تعتمد الخطوة الثالثة على تحديد اختبار مساواة الثوابت الفردية في ظل فرضية ثبات المعاملات B_i المشتركة لكل المفردات كما هي موضحة في الشكل، ويستخدم لذلك إحصائية فيشر F_3 بدرجة حرية وتعطى بالعلاقة التالية:

$$[(SRC_{1,C} - SRC_2)/(N-1)] / (SRC_2/(N(N-1) - K)) = F_3$$

ففي حالة رفض فرضية العدم لتجانس الثوابت نحصل على نموذج البائل مع التأثيرات الفردية ويعبر عنه بالصيغة التالية: $Y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$

2- التنبؤ بالنموذج باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمقطعية

اكتسبت هذه النماذج أهمية بالغة في الدراسات الاقتصادية لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير العنصر الزمني وتغير المشاهدات المقطعية و يأخذ نموذج البيانات الطولية أحد الأشكال.

• الانحدار التجميعي²⁸⁴

ويعد هذا النموذج من أبسط النماذج حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة على طول الفترة الزمنية أي إهمال تأثير الزمن ويعني ذلك $\alpha_i = \alpha$ و $B_i = B$ هذا ما يعني تماثل دالة الإنتاج لمجموع الدول، بعبارة أخرى، التجانس في مرونة التحرير المالي، متغيرات الرقابة ومستوى التطور التكنولوجي. وعليه يمكن صياغة النموذج على النحو الآتي:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^k B_j X_{ij(it)} + \varepsilon_{it} \quad \text{Var}(\varepsilon_{it})^2 = \sigma^2, \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلمات النموذج.

• نموذج التأثيرات الثابتة

²⁸⁴ Greene.W.H (2012), *Econometrics Analysis*, 7th Ed, Pearson Education, p 383.

يهدف هذا النموذج على وعرفت سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع B_j تتفاوت من مجموعة لأخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة B_j لكل مجموعة بيانات مقطعية، أي التعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع، وعليه يأخذ هذا النموذج الصيغة الآتية²⁸⁵:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad \text{Var}(\varepsilon_{it})^2 = \delta^2, E(\varepsilon_{it}) = 0$$

ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة B_j لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما التغير فقط يكون في مجاميع البيانات المقطعية. ولتقدير هذه المعلمات يستخدم متغيرات وهمية بقدر $N-1$ وتستخدم لأجل ذلك طريقة المربعات الصغرى، ويصبح النموذج كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{d=1}^{N-1} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث يمثل المقدار $\alpha + \sum_{d=1}^{N-1} \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية للمعلمة B_j ، ويمكن كتابة النموذج بعد حذف α ²⁸⁶:

$$Y_{it} = \sum_{d=1}^{N-1} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

• نموذج التأثيرات العشوائية²⁸⁷

في نموذج التأثيرات الثابتة يفترض أن يكون حد الخطأ ε_{it} ذا توزيع طبيعي ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متميزة عادة ما يفرض بأن خطأ التباين متجانس لجميع المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة.

يعتبر هذا النموذج ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه لنموذج التأثيرات الثابتة، وفي هذا النموذج سوف يعامل α_i كمتغير عشوائي أي:

$$\alpha_i = \mu + V_i \alpha$$

زكرياء يحي الجمال (2012)، مرجع سبق ذكره، ص 270.²⁸⁵

²⁸⁶ Baltagi.B.H (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, 3th ed, John Wiley and Sons, England, pp 12-14.

²⁸⁷ Régis.B, op.cit, p 357.

وبالتعويض في نموذج التأثيرات العشوائية نحصل على المعادلة:

$$0 \quad \text{Var}(V_i)^2 = V_i^2, \quad E(V_i) = 0 \quad Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + V_i + \varepsilon; \quad \text{Var}(\varepsilon_{it})^2 = \delta^2, \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

ويمثل V_i حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية ويطلق على هذا النموذج أيضا بنموذج مكونات الخطأ لاحتوائه على مركبين للخطأ. ولغرض تقدير معاملات النموذج بشكل صحيح عادة ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة.

ثانيا: اختبار جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية²⁸⁸

قبل تحديد أي نموذج للبيانات، لابد مسبقا من فحص جذر الوحدة ومن ثم التحقق من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة، وقد ظهر حديثا عددا من الاختبارات المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية وأكثرها استخداما:

• Levin, Lin and Chu test (LLC) 2002

• Breitung test 2000

• Hadri test 2000

• Im, Pearson and Shin test (IPS) 2003

• ADF test and PP test

نظرا لأنها تتضمن المحتوى المعلوماتي المقطعي والزمني معا الأمر الذي يؤدي إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية، وللاختصار سوف يتم تقديم اختبار جذر الوحدة الأكثر شيوعا (LLC) و (IPS) لأن كليهما تعتمد على معادلة ديكي- فولر الموسعة ويأخذ اختبار (LLC) الصيغة التالية:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i \Delta y_{it-1} + \sum_{k=1}^N \phi_k \Delta y_{it-1} + \delta_{it} + \theta_t + \mu_{it}$$

إذ يأخذ بالاعتبار الآثار الثابتة والمقطعية والزمنية من خلال المعلمتين α_i و θ_t . ويختبر النموذج فرضية وجود عمليا جذر الوحدة مشترك وبالتالي يفترض أن معلمة المتغير المبطل لفترة واحدة p وجود عمليا جذر الوحدة مشترك وبالتالي يفترض أن معلمة المتغير المبطل لفترة واحدة تكون متجانسة لكل الدول، ويصبح فرض عدم بوجود جذر وحدة مشترك ($H_0: p=0$) مقابل الفرض البديل بوجود جذر وحدة مشترك ($H_1: p<0$)، إذ أن سلبية هذا الاختبار تكمن في أنه يقيد p لتكون متجانسة لكل الدول لذا فأن

عابد العبدلي (2004)، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد 1، ص ص 25-26. 288

اختبار (IPS) وسع من اختبار (LLC) ليسمح بتفاوت لمعلمة المتغير $y_{i, t-1}$ لمختلف الدول وعليه يمكن صياغته على النحو الآتي:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \rho_i y_{it-1} + \sum_{k=1}^N \phi_k \Delta y_{it-k} + \delta_{it} + \mu_{it}$$

ويتم إجراء انحدارات ADF منفصلة لمتغير كل دولة مما يسمح بتفاوت القيم المعلمية وتباينات البواقي وطول فترات الإبطاء ويصبح فرض العدم هو أن كل المتغيرات غير ساكنة ($H_0: \rho=0$ for all i) والفرض البديل هو أن على الأقل متغير واحد ساكن ($H_1: \rho<0$ for at most one i). ويفترض اختبار (IPS) أن يكون عدد المشاهدات الزمنية متساوي لكل الدول.

ويعتبر تحليل Pedroni (1999، 2004) اختبارا موسعا لاختبار Engle-Granger ويقدم عددا من اختبارات التكامل المشترك لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية وتسمح بتباين القواطع ومعلمات الاتجاه لكل الأفراد وفقا للصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} x_{1it} + \beta_{2i} x_{2it} + \dots + \beta_{ni} x_{nit} + \delta_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث يفترض أن X و y متكاملة من الدرجة 1 والمعلمات تمثل الآثار الفردية وآثار الاتجاه على التوالي، ويقترح Pedroni عدة إحصاءات لفحص فرض العدم: عدم وجود تكامل مشترك.

ثالثا: منهجية الدراسة والنموذج المستخدم

تتمثل منهجية الدراسة في استعمال المنهج القياسي لاختبار صحة فرضية الدراسة بوجود تأثير للحكم وجودة المؤسسات على النمو الاقتصادي واختلاف هذا التأثير من اقتصاد لآخر. وللقيام بذلك فقد تم استخدام منهج السلاسل الزمنية والمقطعية لما تتسم بهذه الطريقة من دقة في النتائج وتأخذ بعين الاعتبار أقر تغير الزمن وأثر التغير بين الوحدات المقطعية.

1-التعريف بالمتغيرات المستخدمة في النموذج

مما لاشك فيه أن دراسة أثر الحكم الراشد على النمو الاقتصادي يحتاج إلى دراسة بيانات طولية التي تلائم الجانب التطبيقي لدقة النتائج المتوصل إليها، وقد شملت الدراسة 12 بلدا ناشئا كبيانات مقطعية ($N=12$) وهي: البرازيل (1)، روسيا (2)، الهند (3)، الصين (4)، اندونيسيا (5)، ماليزيا (6)، المغرب (7)، سنغافورة (8)، الأردن (9)، كولومبيا (10)، كوريا الجنوبية (11) وتايلاند (12) وذلك للفترة الممتدة 2002-2011 أي 10 سنوات وذلك على أساس توفر الإحصائيات، وعليه فإن العينة بحجم مشاهدة 120 مشاهدة .

وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من بيانات البنك العالمي للإنشاء والتعمير (WDI) و (WG). وللوصول إلى أثر إدارة الحكم على مختلف دول الدراسة فقد قمنا بتحديد جملة من المتغيرات المفسرة الموضحة في الجدول الموالي:

جدول 3-2: المتغيرات المفسرة والتابعة

المتغيرات	الدلالة
Y	معدل نمو نصيب الفرد من الناتج
X1	مؤشر تنمية القطاع المالي
X2	صناعة، قيمة مضافة نسبة من الناتج
X3	الرقابة على الفساد
X4	فعالية أداء الحكومات
X5	سيادة القانون
X6	الاستقرار السياسي وغياب العنف

المصدر: من إعداد الباحثة.

وفيما يلي شرح مختصر للمتغيرات المستخدمة:

- معدل نمو نصيب الفرد من الناتج: وهو يمثل المتغير التابع باعتبار مؤشرا للنمو الاقتصادي الذي شاع استخدامه في أدبيات الدراسات التجريبية، كما أنه يشير إلى رفاهية الفرد طوال فترة الدراسة،
- مؤشر تنمية القطاع المالي: عمليا لا يوجد مؤشر واحد لقياس مستوى التطور المالي لاقتصاد ما، وتستخدم مؤشرات مختلفة لوصف عمق النظام المالي، والأكثر شيوعا نسبة كتلة النقود وأشباه النقود من الناتج المحلي الإجمالي فإن نسبة منخفضة دلالة على تطور هام في القطاع المالي خصوصا الوساطة المالية، كما يعكس أيضا نمو الودائع لدى بنوك الادخار مما يكون له الأثر في تخصيص أمثل للموارد (Guidotti and Gregorio, 1995)
- الرقابة على الفساد: وهو مؤشر يقيس حجم الفساد والطرق التي تمارسها السلطات العامة لتحقيق مكاسب خاصة.
- فعالية الأداء الحكومي: يقيس قدرة الحكومات على تحقيق البرامج والاستجابة مع الشعوب، كما يركز على السياسات التي تشمل ضبط الأسعار والإشراف والرقابة المصرفية وإزالة كل اللوائح التي من شأنها عرقلة مجالات كالتجارة الخارجية.
- سيادة القانون: فهو يعكس قوة ونزاهة النظام القضائي ودرجة امتثال المواطنين.

- الاستقرار السياسي: يقيس احتمال تعرض الحكومات لعدم الاستقرار أو الإطاحة عن طريق دستوري أو غير دستوري أو العنف أو تهديد إرهابي وبالتالي هو عائق أمام النمو الاقتصادي.

2- دراسة الاستقرار والتكامل المتزامن للسلاسل الزمنية والمقطعية

من أجل تقدير النماذج للسلاسل المقطعية تفرض علينا المنهجية المتبعة أن نبدأ أولاً بدراسة استقرار السلاسل الزمنية والمقطعية لمختلف متغيرات النموذج الخاص لهذه الدراسة، ثم نقوم بعدها بالانتقال إلى دراسة العلاقات طويلة الأجل واختبارات التكامل المتزامن للمتغيرات التي لها نفس درجة التفاضل، بحيث يتم ذلك عن طريق استخدام عدد من الاختبارات المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة للسلاسل المقطعية.

• اختبار جذر الوحدة

كما ذكرنا سابقاً بأنه لا بد أولاً من إجراء اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية والمقطعية وذلك من خلال الاعتماد على مختلف الاختبارات الأكثر استخداماً وشيوعاً، خاصة من الجيل الأول والثاني، Fisher، ADF، LLC، IPS بحيث قمنا بتطبيق هذه الاختبارات على كل متغيرة على حدة وتوصلنا إلى النتائج المبينة في الجدول التالي:

جدول 3-3: نتائج اختبار الاستقرار

المتغيرة	عند المستوى level	المفاضلة من الدرجة 1	المفاضلة من الدرجة
Y	LLC	0.29567 (0.6163)	-2.21513 (0.000)
	IPS	3.17511 (0.9993)	-1.93632 (0.000)
	ADF	7.81922 (0.9992)	41.9021 (0.0132)
X1	LLC	-0.55472 (0.2563)	-3.91637 (0.0000)
	IPS	1.81830 (0.9655)	-1.87508 (0.0304)
	ADF	10.3334 (0.9930)	41.3719 (0.0152)
X2	LLC	-1.88408 (0.0298)	-5.33601 (0.0000)
	IPS	-0.19753 (0.4217)	2.02528 (0.0214)
	ADF	24.9846 (0.4066)	42.1839 (0.0123)
X3	LLC	-2.25644 (0.0120)	-7.27432 (0.0000)
	IPS	-0.43982 (0.3300)	-2.99074 (0.0014)
	ADF	28.2333 (0.2503)	52.1589 (0.0007)
X4	LLC	-2.18545 (0.0144)	-7.59750 (0.000)
	IPS	-0.61590 (0.2690)	-3.53646 (0.0002)

	ADF	28.6889 (0.3192)	60.1234 (0.0001)	-
X5	LLC	-1.73277 (0.0416)	-4.35196 (0.0000)	-
	IPS	0.37188 (0.6450)	-1.95034 (0.0256)	-
	ADF	17.9324 (0.8083)	42.4235 (0.0115)	-
X6	LLC	-2.00657 (0.0224)	-6.81649 (0.0000)	-
	IPS	-1.44813 (0.0738)	-3.26232 (0.0006)	-
	ADF	37.016 (0.0436)	56.4291 (0.0002)	-

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews 8.

إن القيم الأولى في الجدول تمثل القيم الإحصائية بينما القيم بين قوسين فهي تمثل الاحتمال لكل إحصائية. ما يمكن ملاحظته من الجدول هو أن النتائج المحصل عليها بعد تطبيق الاختبارات الثلاثة تتطابق فيما بينها. إذ تشير النتائج إلى غياب جذر الوحدة عند المفاضلة من الدرجة 1 للمتغيرات: مؤشر تنمية القطاع المالي، القيمة المضافة، الرقابة على الفساد، فعالية أداء الحكومات، سيادة القانون والاستقرار السياسي عند مستوى معنوية 5%، في حين نجد أن معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي تستقر عند المفاضلة من الدرجة 2.

• اختبار التكامل المتزامن

بعد إجراء اختبارات الاستقرار والتي أسفرت عن وجود متغيرات متكاملة من نفس الدرجة والتي تنمو بنفس الوتيرة في المدى الطويل (علاقة توازنية طويلة الأجل)، هذا يقودنا إلى إجراء اختبار التكامل المتزامن بين هذه المتغيرات باستعمال اختبار Pedroni والذي يركز على اختبارات جذر الوحدة للبواقي، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول 3-4: نتائج اختبار Pedroni

داخل المفردات	الإحصائية	الاحتمال
إحصائية v	-1.658694	0.9514
إحصائية RHO	3.489562	0.9998
إحصائية PP	-1.386158	0.08428
إحصائية ADF	2.212170	0.9865
بين المفردات	الإحصائية	الاحتمال
إحصائية RHO	5.198130	1.0000
إحصائية PP	-5.414344	0.0000

إحصائية ADF	1.771925	0.9618
-------------	----------	--------

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews 8.

تشير النتائج الموضحة في الجدول أعلاه إلى قبول الفرضية العدمية ورفض الفرضية البديلة وهذا ما نلاحظه من خلال الإحصائيات المقدمة حيث أن احتمالاتها تفوق مستوى المعنوية، وبالتالي عدم وجود علاقات تكامل متزامن سواء بين مفردات السلة أو داخلها.

3- تقدير النموذج

لتحقيق هذا الهدف وللتوصل إلى تقدير النموذج الذي من خلاله يتم تفسير طبيعة العلاقة الموجودة بين النمو الاقتصادي وإدارة الحكم، فقد تم استخدام منهج السلاسل الزمنية والمقطعية من خلال تطبيق ثلاثة نماذج: النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وبالاعتماد على برنامج Eviews 8 حصلنا على النتائج كما هي مبينة في الجدول التالي:

جدول 3-5: نتائج التقدير

المتغيرات التفسيرية	النموذج التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
الثابت (c)	-8364.282 (0.1220)	-25342.70 (0.0990)**	-9494.476 (0.3317)
X1	-84.42383 (0.0030)*	208.2640 (0.0014)*	84.33417 (0.0686)**
X2	-437.4888 (0.0096)*	-433.0942 (0.0673)**	-489.2393 (0.0134)*
X3	-138.2084 (0.2131)	-221.1070 (0.1145)	-235.2225 (0.0607)**
X4	970.0965 (0.0000)*	595.9200 (0.0033)*	592.4869 (0.0007)*
X5	-235.4439 (0.1100)	239.9443 (0.2352)	184.2841 (0.2812)

23.08243-	64.522559-	151.4097	X6
(0.7928)	(0.527)	(0.0214)*	
120	120	120	Number of obs
0.237669	0.869452	0.663466	R-squared
0.197191	0.847694	0.645596	Adjusted R ²
0.000023	0.000000	0.000000	Prob (F-Stat)

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews 8.

تشير (*) إلى معنوية إحصائية عند مستوى 5% و(**) تدل على معنوية إحصائية عند مستوى 10%.

استناداً على المراحل السابقة وبعد الأخذ بالتأثيرات الفردية في النموذج لا بد من فحص طبيعة هذا الأثر، بحيث تتلخص المرحلة الأولى في التحليل بالتعرف على نوع التأثيرات المستخدمة للمعلمة B_i فيما إذا كانت تتبع أثر عشوائي (مركب نموذج الخطأ) أو تحديدي (نموذج التأثيرات الثابتة). وبالرغم من أن نصوص التحليل القياسي تشير إلى أن التأثيرات الثابتة هي الأكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر الدول، إلا أنه يمكن التأكد من ذلك بعد إجراء اختبار Hausman (1978) وتأخذ فرضية العدم الصيغة الموالية:

H^0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الأكثر ملائمة وبالتالي استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS.

H^1 : نموذج التأثير الثابتة هو الأكثر ملائمة وبالتالي استخدام طريقة المربعات الصغرى OLS.

الجدول الموالي يبين نتائج الاختبار المتحصل عليها :

جدول 3-6: نتائج الاختبار

قيمة الاختبار (Chi-square statistic)	p-value
14.721130	0.0225(*)

المصدر: من الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews 8.

بالاعتماد على النتائج الموضحة في الجدول فقد أظهر اختبار Hausman أن p-value المحسوبة هي أقل من مستوى المعنوية 5%، وبناءً على ذلك فإنه يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة.

مما يشير إلى وجود ارتباط بين تأثيرات الدول والمتغيرات التفسيرية فيكون استخدام نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر الدول.

4- تقدير وتفسير النموذج باستخدام التأثيرات الثابتة

بعد نتائج اختبار Hausman سوف نقوم بتقدير معلمات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية بالاعتماد على برنامج Eviews 8، والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول 3-7: معلمات نموذج التأثيرات الثابتة المقدر

المتغيرات المفسرة	المعلمات المقدرة
الثابت (C)	-25342.70 (0.0990)**
X1	208.2640 (0.0014)*
X2	-433.0942 (0.0673)**
X3	-221.1070 (0.1145)
X4	595.9200 (0.0033)*
X5	239.9443 (0.2352)
X6	-64.522559 (0.527)
Number of observations	120
R- squared	0.869452
Adjusted R- squared	0.847694
Pro (F- statistic)	0.000000

Cross Section Effects		
9704,613	البرازيل	
21693,89	روسيا	
-9647,88	الهند	
-17115,91	الصين	
16019,68	اندونيسيا	
-12701,15	ماليزيا	
-6857,763	المغرب	
13635,37	سنغافورة	
-12305,82	الأردن	
12670,51	كولومبيا	
-6318,361	كوريا الجنوبية	
-8777,176	تايلاند	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews 8.

يعتمد التحليل الإحصائي على أدوات القياس الاقتصادي كاختبار جودة النموذج من خلال مقارنة النتائج الإحصائية بالنظرية الاقتصادية والتأكد إن كانت توافقها أو تتناقض معها، فانطلاقا من هذه النتائج المبينة في الجدول يمكن القول بأن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة قوية جدا وذلك من خلال معامل الارتباط R- squared الذي يقترب من الواحد، هذا ما يدل على أن النتائج المحصل عليها هي جيدة كما نستخلص جودة النموذج من خلال الإحصائية F- statistic التي يعادل احتمالها الصفر، إضافة إلى أن أغلبية المتغيرات هي معنوية وإشارتها متوافقة مع النظرية الاقتصادية، هذا ما يبين بأن النموذج قادر على تفسير التغيرات التي تحدث في معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وقدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع.

- مؤشر تنمية القطاع المالي والذي عبر عنه بمقدار النقود وأشباه النقود نسبة من الناتج المحلي الإجمالي والذي ثبت بوجود علاقة طردية ايجابية مع النمو الاقتصادي وبمعنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، إذ يقيس هذا المؤشر قدرة القطاع المصرفي على تعبئة المدخرات وبتخصيص أمثل للموارد نحو الاستثمارات الإنتاجية حيث يسهم في النمو الاقتصادي بما قدره 208.86% وهذا بالفعل ما أكدته بعضا من الدراسات التجريبية كدراسة De gregorio و Guidotti (1995) ودراسة Varoudakis و Berthélemy (1998).

- قيمة مضافة إذ تبين عن وجود علاقة سلبية مع النمو الاقتصادي وهذا ما لا يتفق مع النظرية الاقتصادية ولكن لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10% إذ ينخفض النمو الاقتصادي

بمقدار 433.092%، وهذا ما يقودنا في النظر في ظاهرة الانفصال بين دائرتي العمليات المالية والإنتاجية. فالواقع يشير إلى تنامي وسيطرة لرأسمال الوهمي، على حد تعبير ماركس النقود تخلق نقود، وهذا بطبيعة الحال من إفرازات العولمة المالية. بمعنى آخر فمعظم الاستثمارات تكون في شكل محافظا مالية أو صناديق تحوط أو غيرهما تخلق أرباحا معتبرة دون المرور بالعملية الإنتاجية.

- الرقابة على الفساد كشفت عن وجود علاقة سلبية مع النمو الاقتصادي وهي متقنة تماما مع النظرية الاقتصادية، وهذا ما يوضح فعلا تغلغل ظاهرة الفساد في هذه الاقتصاديات إذ تمتص جزءا هاما من الموارد الاقتصادية وتقدر بما قيمته 221.070%. إن هذه النتيجة جاءت لتؤكد سابقتها من أن التحرير المالي لهذه الدول قد حسن من أداء القطاع المالي غير أنه قد أصبح ملاذا للفساد وعزز من قنوات الإجرام المالي.
- فعالية أداء الحكومات إذ بينت الدراسة عن وجود علاقة ايجابية مع النمو الاقتصادي تتفق تماما مع النظرية الاقتصادية وبمعنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%. فالواضح أن السياسات المنتهجة من قبل هذه الدول وإن كانت مختلفة بعض الشيء إلا أنها ترمي إلى تحقيق البرامج الطموحة بوضع قواعد ومعايير للإشراف والرقابة وإزالة كل العوائق أمام الاستثمار الأجنبي ووضع كل القوانين الرادعة لمواجهة كل أشكال الفساد وضمان واحترام الحقوق. وما يلاحظ هو أن فعالية أداء الحكومات تسهم بحوالي 595.92% وهو ما فيه إشارة واضحة لتكثيف الجهود لمكافحة الفساد وأن التحرير المالي قد حسن حقيقة من نوعية المؤسسات.
- سيادة القانون بينت الدراسة عن وجود علاقة ايجابية مع النمو الاقتصادي وتتفق مع النظرية الاقتصادية لكنها غير معنوية. فأغلب الدراسات تؤيد العلاقة بينهما من خلال توفيره للبيئة الملائمة لتسريع النمو أو من خلال تأثيره على محددات النمو وهذا ما أكدته الدراسات التجريبية.
- الاستقرار السياسي فبالرغم من عدم معنويته الإحصائية إلا أن علاقته بالنمو تتفق مع النظرية الاقتصادية إذ يعتبر عائقا أمام النمو الاقتصادي في حالة الحروب الأهلية أو التهديدات الإرهابية وغيرها وبالتالي فله الأثر البالغ في النشاطات الاقتصادية والمالية غير أن العينة المدروسة تعرف معظمها استقرارا سياسيا نسبيا.

المبحث الثالث: خطر العدوى المالية

ظهرت مشكلة العدوى المالية للوجود كعامل لا مفر منه لنشوء مختلف الأزمات التي عصفت بالكثير من الدول خاصة خلال فترة التسعينات، وهذه الأزمات قد كان لها الأثر البالغ سواء على الدول الناشئة أو

الصناعية على حد سواء. ولهذا سوف نقوم بعرض الإطار النظري لمفهوم وآليات انتقال العدوى المالية بين الاقتصاديات مع عرض بعضا من الدراسات التجريبية التي تناولت هذا الموضوع.

أولاً: مفهوم العدوى

في تحليل للعدوى قدم Reinhart و Calvo (1996) تعريفا للعدوى على أنها انتقال الأزمة من بلد معين هو منشأ للأزمة نحو بلد آخر أو بلدان أخرى بسبب الترابط الحقيقي والمالي بينها²⁸⁹.

وحسب Eichengreen وآخرون (1996) فقد عرفت العدوى على أنها احتمال وقوع مضاربة على العملات الأخرى والتي يكون لها تأثير إضافي على الأساسيات المحلية²⁹⁰. استخدم هذا التعريف في الدراسات التجريبية لأزمات انهيار أسعار الصرف، ومع ذلك، فإنه من الناحية العملية فقد تم إسقاطه على البلدان التي شهدت أساساً أزمات. وهناك تعريف آخر للعدوى تفسر التقلبات في أسعار الأصول المالية التي ينشأ عنها أزمات في أسواقها المالية في بلد معين والتي تنتقل إلى أسواق مالية لبلدان أخرى. وهذا التعريف في الحقيقة يشرح في الحقيقة أن العدوى تقيس تأثير هذه التقلبات من سوق لآخر وهو ما يعني حالة امتداد عدم اليقين إلى الأسواق المالية الأخرى. فالتعاريف السابقة تدرس العدوى في إطار عام وواسع النطاق وللتحقيق من أثر العدوى فمن المهم جدا تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين: فترة الهدوء وفترة الأزمة.

كما عرف Park و Song (2001) العدوى بانتشار الاضطرابات المالية من بلد لآخر وتزداد حركة التقلبات المالية المشتركة بين مجموعة البلدان خلال الأزمة المالية²⁹¹. فحسب هذا التعريف فالعدوى هي الزيادة الكبيرة في حركية الأسعار المشتركة للموجودات المالية بين الأسواق يشترط وجود أزمة في سوق أو مجموعة من الأسواق.

هذا التعريف عملي جدا مقارنة ببعده الكمي المعبر عنه بالزيادة الكبيرة في حركية الأسعار التي تطبع فكرة العدوى للحركية المشتركة المفرطة، ومع ذلك من الناحية العملية لا يميز بين الحركات العادية والمفرطة في الأسعار والكميات. ولتجنب هذا الإشكال فمن الواجب توضيح نوع الحركات المشتركة ولهذا السبب فالأعمال التجريبية تسعى إلى إحالته إلى ظاهرة حقيقة. كما بين التعريف أن العدوى تتحقق بوجود قنوات نقل مختلفة بعد تأثر السوق. يوجد تعريف آخر، لفهم جيد للتعريف السابقة، أن العدوى تحدث

²⁸⁹ Calvo et Reinhart (1996), op.cit, pp 1-20.

²⁹⁰ Eichengreen et al (1996), *Contagion Currency Crises First Test*, *Scandinavian Journal of Economics*, Vol 98, N°4, pp463-484.

²⁹¹ Park et Song (2001), *Institutional investor, Trade Linkage Macroeconomic Similarities and Contagion of the Thai Crise*, *Journal of Japanese and International Economic*, Vol 15, pp 199-224.

عندما لا يمكن تفسير الحركات المشتركة بالأساسيات، وقد أضاف Fratzscher (1999)²⁹² أن العدوى هي انتقال الأزمة وهو ما لا ينجم عن العوامل الأساسية في البلد المتضرر ولكن لانتقالها من البلدان منشئ الأزمة. يستخدم هذا التعريف في صياغة نماذج لتحليل إمكانية حدوث التوازنات المتعددة في ظل وجود إشكالية تنسيق، إذ أن الأزمات تحل من خلال الروابط الحقيقية بين الاقتصاديات.

استند Forbes و Rigobon (2001) بشأن تعريف العدوى على عدة تعريفات، وقد استوحيا تعريفا خاصا بهما على أن العدوى تعرف بمثابة الزيادة المعتبرة في الروابط بين الأسواق بعد صدمة في بلد أو في مجموعة من البلدان. فهما يعتقدان أن فترات الهدوء والأزمات تختلف بطبيعتها وبالتالي فإن الزيادة في الروابط بين الأسواق المالية قد تولد قنوات جديدة خلال فترة الأزمة بعيدا عن الأساسيات. فإن مساهمتهما في تعريف العدوى برزت من خلال أعمالهما التجريبية لعامي 2001 و 2002 :

- هذا التعريف التجريبي هو الأكثر استخداما في الدراسات المقدمة لأنه يمكن ببساطة إظهار أثر العدوى من خلال اختبار المعنوية الإحصائية للتغيرات في الروابط بين الأسواق بعد صدمة.
- التمييز بين العدوى والارتباط بين الأسواق لها أهمية بالغة للسلطات النقدية عند رسم السياسات. فالانتشار الواسع للأزمات عن طريق قنوات نقل مؤقتة فالسلطات تستطيع تكيف استراتيجيات العزلة لمدى قصير الأجل عن طريق فرض رقابة على رؤوس الأموال. على العكس من ذلك، ففي حالة انتشار الأزمة عن طريق قنوات نقل دائمة موجودة في فترة الهدوء فالاستراتيجيات على المدى القصير تصبح غير كافية للتحكم في الأزمة.
- يقدم هذا التعريف أهمية بالغة للتنوع الدولي لأجل تخفيض خطر المحافظ خلال فترة الأزمة، مما يسمح بدراسة المزيد من التنسيق بين المستثمرين عند انتشار الأزمة.

وقد لاقى هذا التعريف رفضا من بعض المختصين أمثال King و wadhvani (1990)²⁹³ قد بينا إن لم يكن انتقال الأزمات موقوفا على تغير معنوي في الروابط بين الدول، فهي تشكل ظاهرة عدوى. وفي نفس السياق أوضح كلا من Kumar و Persaud (2001) أنه من المستحيل تعريف العدوى بالاستناد على اختبار بسيط لاستقرار الروابط بين الأسواق وبحسبها أنه من المهم توضيح كيف أن الصدمة تنتقل بين الدول

²⁹² Fratzscher.M (1999), *What Causes Currency Crises: Sun Spots or Contagion or Fundamentals?* EUI Working Paper, N°99/39.

²⁹³ King et Wadhvani (1990), *Transmission of Volatility between Stock Markets*, Review of Financial Studies, Vol 3, N°1, pp 5-31.

أي آليات الانتقال وعلى حد تعبيرهم مثل السلوكيات غير العقلانية للمستثمرين التي تصف حقيقة العدوى²⁹⁴.

ثانياً: أنواع العدوى

نميز بين الأنواع الآتية:

1- العدوى النقية

يعتقد Masson (1999) وجود متغير يرتبط ارتباطاً وثيقاً بين مجموعة من البلدان إذ يمكن أن يسبب العديد من الأزمات في الوقت نفسه في بلدان مختلفة بغض النظر عن خصائصهم الأساسية. ومن خلال دراسته فقد أوضح أن الأزمة في بلد ما تعتبر متغيراً خارجياً يمكن ملاحظتها إذ يمكنها الجمع بين توقعات الجهات الفاعلة إلى قيادة توازنات متعددة²⁹⁵ في ظل المضاربة²⁹⁶.

بينما يعتقد Jeanne (2000) أن الأزمة تحقق ذاتها ولكن قد تصبح نظامية، وقد أطلق Masson على هذه الظاهرة بالعدوى النقية، وتشير هذه التسمية أن العدوى لا علاقة بالترابط بين البلد الأصلي لهذه الأزمة أو للمشاكل الأساسية للبلد.

وبحسبه العدوى ظاهرة تشمل على المتغيرات في توقعات السوق وهو مالا يفسر بالتشعب في أساسيات الاقتصاد الكلي، ولذلك فقد قدم ثلاثة تفسيرات للعدوى النقية:

- نماذج اليقظة فالأزمة ما هي إلا إنذار لباقي الأسواق المالية الأخرى وللدول لإعادة النظر في أساسياتها.
- تحليل دور المعلومات غير المتماثلة وعدم تجانس سلوك المستثمرين تجاه الأزمة.
- من خلال عوامل الخطر التي تلعب دوراً هاماً في إعادة التوازن للمحافظ وهذا التفسير يوضح أهمية التنويع في تحقيق العدوى

²⁹⁴ Kumar.S et Persaud.A (2001), *Pure Contagion and Investors Shifting Risk: Analytical Issues and Empirical Evidence*, IMF Working Paper, N°134, pp 1-35.

²⁹⁵ نغني بالتوازن المتعدد في دولة ما انتقال الدولة من حالة توازن جيد أي غياب أزمة ميزان مدفوعات أو أزمة صرف أو انهيار في المصارف إلى توازن غير جيد وتحول الأزمة من لبلد لآخر ، وكل ذلك شريطة أن يكون الانتقال نتيجة انفجار أزمة مالية في دولة أخرى. ولا يعني الانتقال من التوازن الجيد إلى التوازن السيئ أنه من الممكن وبأسلوب مباشر العودة مرة أخرى إلى التوازن الجيد، ذلك أن التوازن السيئ قد يكون عميقاً ودائماً. ويتحقق التوازن السيئ عندما يتوقع كل مستثمر قيام المستثمرين بتصفية أصولهم والانسحاب من السوق. ومن هنا يصبح السلوك الرشيد لكل مستثمر هو السلوك الذي يتلاءم توقعاته أي الانسحاب المفاجئ من السوق وعندها تحدث الأزمة.

²⁹⁶ Masson.P.R (1999a), *Contagion Macroeconomic Models with Multiple Equilibrium*, Journal of Institutional Money and Finance, Vol 18, pp 587-602.

1-1- نماذج اليقظة Wake up-call

يركز Masson (1998) على فرضية اليقظة المقترحة من طرف Goldestein (1998) ويشرح من خلالها آلية استقطاب التوقعات لإعادة التوازن الحرج في ظل المضاربة بورود معلومات جديدة انبثقت عنها أزمة في باقي العالم. هذا ما يعني أن الأزمة قد أدت إلى إدراك مفاجئ لتقاسم المشاكل الأساسية في بلدان أخرى خاصة أنها قد تعرف مخاطر العدوى نتيجة تغير في ظروف السوق²⁹⁷.

يدرس Chang و Majnoni (2002) العدوى من خلال نموذج نظري للتشعب وقد بينا أن حدوث العدوى يرجع للتوقعات التي تتحقق ذاتيا مصحوبة بضعف في الأساسيات، وأن حدوث الأزمات يتوقف على اعتقادات المستثمرين المرتبطة أساسا بالأساسيات والتي عبر عنها بالبقع الشمسية²⁹⁸ وهي دخيلة على مجموع البلدان مما قد يسبب أزمات معدية. ففي هذه الحالة على المستثمرين تبني من جديد تصورات عقلانية بخصوص الأساسيات، ويرى Masson حتى في حالة البلدان المعدية ولكن بأساسيات سليمة لا يقدم تفسيراً مقنعاً للعدوى النقية²⁹⁹.

1-2- التقليد وعدم تماثل المعلومات

يمكن تحليل العدوى بتحليل نظرية الاقتصاد الجزئي للتقليد، هذه النظرية تقوم على إعادة النظر في توقعات الفاعلين في السوق المالي. في هذا السياق قد يضطر بعض المستثمرين إلى الانسحاب من السوق بسبب أزمة، هذا بالفعل يلاحظ من قبل الأعوان ومع تباين المعلومات قد يؤدي إلى تبني سلوك أعمى بإتباع معتقدات الآخرين مما يسمح بتحديد التوقعات فيما يخص التوازن. هذا التعبير يعكس آلية التنسيق في مواجهة الأزمة الأمر الذي يؤدي إلى عدوى نقية.

كشف Drazan (1999) عن أنماط سلوك محاكاة وقطيعي مهمة في حال أن المستثمرين على علم بشكل مختلف، ومع ذلك مثل هذا السلوك من السهل أن يتحقق في سوق واحدة بدلا من تحققه في سوق آخر، فملاحظة السلوك القطيعي ما بين السواق يفرض متطلبات معينة³⁰⁰:

²⁹⁷ Masson.P.R (1998), *Contagion Monsoonal Effects, Spillover and Jump between Multiple Equilibrium*, IMF Working Paper, N°98, pp 1-32..

²⁹⁸ البقع الشمسية هي بقع سوداء تظهر مؤقتا على سطح الشمس تتميز بانخفاض درجة حرارتها مقارنة بدرجة الحرارة.

²⁹⁹ Chang.R et Majnoni.G (2002), *Financial Crises Fundamentals, Beliefs and Financial Contagion*, European Economic Review, Vol 46, pp 801-808.

³⁰⁰ Drazan.A (1999), *Political Contagion in Currency Crises*, Working Paper Series7211, pp 1-22.

- تستند نماذج السلوك القطيع على فروق ذات دلالة إحصائية في معلومات خاصة بالأعوان ومن الواضح اختلاف الإعلام ما بين المستثمرين حول العملات الرئيسية.
- تتصف هذه النماذج بحركية متتابعة من سلوك المستثمرين وهذه الحركية تنشأ في الواقع من ارتفاع تكاليف المعاملات، في الوقت نفسه فإن أسواق الصرف للعملات الأجنبية لا تعتمد على تكاليف مرتفعة للمبادلات.

وفي دراسة أنجزها Calvo (1999) بين فيها تحليل دور المعلومات غير المتماثلة في حالة حدوث أزمة، ودرس من خلالها سلوك المضاربين العقلانيين الذين بحوزتهم معلومات مضللة في السوق المالي للولايات المتحدة الأمريكية. فقد خلص، عند الأزمة الروسية، باستخدام نموذج نظري لعينة متجانسة من مضاربين على علم وآخرين على جهل بالمعلومات فهذه الفئة تصدر منها إشارات ليست مرتبطة بالأساسيات وهي مبيعات بعض أصول الدول الناشئة في مواجهة الأزمة الروسية. فيفسر هذا العمل من قبلهم على أنه إشارة إلى ضعف العوائد المستقبلية لهذه الدول مما يؤدي بهم إلى الرد من خلال انسحابات مفاجئة تؤدي إلى بالانتقال إلى توازن سيئ في البلدان الناشئة، وبالتالي الإصابة بعدوى الأزمة الآسيوية³⁰¹.

1-3-الخطر والتنويع

أشار Masson (1999) في إطار تعددية التوازنات والتوقعات الذاتية إلى دور الخطر كعامل محوري يسمح للمستثمرين بالتنسيق بينهم في حال حدوث أزمة في بلد آخر³⁰².

كشف Flood و Marion (2000) بأن تغير الاعتقاد حول السوق كعلاوة الخطر يؤدي إلى مضاربات هجومية على العملة وتحدث آليا ولشرح ذلك استند على نموذج لمقاربة Kraugman و Flood أين تم إدماج علاوة الخطر في دالة العائد على الأصول المالية. وهي اعتبرت كمغيرة داخلية فوضعية توازن تنتج حتى ولو أن السلطات النقدية لا تغير من سياساتها في حال مضاربة هجومية مما يعني أن التوازنات التعددية تنتج من سلوك المضاربة في السوق ولا ترتبط برد فعل الحكومات تجاه سلوك السوق³⁰³.

³⁰¹ Calvo.A.G (1999), *Contagion in Emerging Markets When Wall Street is the Carrier*, Web site: www.Workbank.org/contagion/index.html.

³⁰² Masson.P.R (1999), *Multiple Equilibrium, Contagion and Emerging Markets Crises*, IMF Working Paper, N°99, p 164.

³⁰³ Flood.R et Marion. N (2000), *Self Fulfilling Risk Predictions: On Application to Speculation Attacks*, Journal of International Economics, Vol 50, N°1, pp 245-268.

استوحى Chaoueiri (2002) دراسته من دراسة Flood و Marion كنقطة انطلاق لتحليل العدوى باستخدام علاوة الخطر: أزمة صرف تنشأ في بلد ما تؤثر على بلدان أخرى مسببة زيادة نسبية في علاوة الخطر ، ويعتقد أن آلية النقل هي نتيجة سلوك أعمى وهي ليست العدوى الأساسية³⁰⁴. ولتقديم تفسير نظري لهذا النوع من العدوى اعتمد على مجموعة من المستثمرين الدوليين التي بحوزتها محافظ متنوعة للتقليل من المخاطر. ففي حالة عدم اليقين فالأزمة تدفع بالمستثمرين على إعادة التوازن لمحافظهم وذلك بسحبها من الأسواق الأصول المقيمة بعملة مرتبطة ايجابيا بعملة البلد محل الأزمة وهذا ما يفسر الزيادة في علاوة الخطر التي تظهر في دالة العائد على الأصول المالية ومنه بعث للأزمات.

استند Carlsson و Van Damme (1993) على نظرية المباريات وقد قدما مساهمة نوعية في التنسيق بين الأعوان عند العدوى النقية³⁰⁵. وقد قدمت بعض الدراسات تحليلا لدور المعلومات غير كاملة التي تؤثر بصورة معنوية على السلوك الاستراتيجي للمستثمرين الدوليين فوجود مجموعتين منهما في بلدين مختلفين وحيث أساسياتهما مستقلة فيمكن أن تنشأ عدوى بينهما، إن حدوث الأزمة في بلد ما تؤدي إلى تخفيض مكاسب المستثمرين وتجعلهم أكثر حيادية تجاه الخطر مما يخفض الرغبة في الاستثمار في البلد الثاني لأنه معرض لخطر استراتيجي وهو جهل سلوك الأعوان الأخرى وبالتالي انعدام التنسيق بينهم.

1-4- العدوى السياسية

يعتمد انتقال الأزمة في هذه الحالة على معدل الفائدة في ظل نظام صرف ثابت وبشكل أدق يفترض وجود اقتصاد مركز ذو عملة مثبتة واقتصاديات محيطة عملاتها توازن من طرف سلطاتها النقدية بالنسبة لعملة البلد المركز يمكن أن تقود هذا الأخير إلى رفع معدل الفائدة. ويدفع ببعض البلدان المحيطة وربما الكل إلى إتباع نفس السياسة وهو ما يؤدي إلى اختلال اقتصادي تدفع بهذه البلدان إلى التخلي عن نظام التثبيت، والجانب السياسي قد وضعه Drazon (1999)³⁰⁶ من خلال دراسته لأزمة النظام الأوروبي 1992-1993 حيث بين أن مسيري البنوك المركزية يخضعون لضغوطات سياسية للإبقاء على معدل الصرف الثابت وعند التقرير التخلي عنه فإن تكلفة القيام بذلك يزيد وينشط هجمات المضاربة على العملة وبالتالي إحداث سلسلة أزمات.

2- عدوى انتقال الأزمات المالية عبر القنوات الطبيعية

³⁰⁴ Chaoueiri (2002), A Model of Contagion Currency Crises with the Application to Argentina, *Journal of International Money and Finance*, Vol 21, N°3, pp 435-457.

³⁰⁵ Carlsson.H et VAN Damme. E (1993), *Global Game and Equilibrium Selection*, *Economica*, Vol 61, N°1, pp 984-1018.

³⁰⁶ Drazan.A (1999), *op.cit*, p 3.

تفترض هذه النظريات أن انتقال الصدمات يتم من خلال قنوات حقيقة ومالية بين البلدان لها علاقات تجارية ومالية مع دائن مشترك إلى جانب ذلك الصدمات المشتركة في الطلب الكلي أو التغيرات في معدلات الفائدة الأجنبية، وبهذا فالحركة الجماعية بين الأسواق تعتبر استمرارا للعلاقات التي وجدت قبل الأزمة. وفي دراسة Forbes و Rigobon فإنه يتم التمييز بين ثلاث قنوات رئيسية للعدوى: قناة التجارة الخارجية، تناسق السياسات الاقتصادية والصدمات الكلية أو العشوائية³⁰⁷.

إن الصدمات الكلية والعشوائية التي تضرب في نفس الوقت أساسيات عدد معتبر من الاقتصاديات فبحسب Dorunbush وآخرون (2001) كارتفاع معدلات الفائدة الأجنبية والدولية وصدمات السيولة الخارجية تقلص من عرض رؤوس الأموال أو حتى تراجع الطلب العالمي وخاصة بالنسبة لبعض المنتجات والمواد الأولية، يمكن أن تعرقل في آن واحد حركة النمو في عدد معتبر من البلدان وهو ما يؤدي إلى تذبذب أسعار الأصول في أسواقها حيث يلاحظ ارتباط قوي بين مختلف الأسواق مباشرة بعد الصدمة³⁰⁸.

2-1- الروابط التجارية

لا يزال الخطاب المروج لتحرير التجارة سواء من خلال المفاوضات المتعددة الأطراف أو من خلال الترتيبات الإقليمية الجديدة، ويستمد شرعيته من توليفة ركبت لتجمع بين التجارة والتنمية ضمن أطروحة تتعلق بالتبشير لوجود علاقة سببية متينة عضوية مباشرة بين تحرير التجارة بكامل مستويات تدفقها وارتفاع معدل التنمية الاقتصادية. وإذا كان التخوف على حد تعبير كيفن واكتنز ليس له ما يبرره فإن الولع بالعولمة أيضا ليس له ما يبرره، فاليوم أكثر من أي وقت مضى ومع ارتفاع معدلات الارتباط في ظل الانفتاح المسجل عبر الفضاء على كافة أشكال الحماية، سواء من خلال ترتيبات المنظمة العالمية للتجارة أو من خلال الترتيبات الإقليمية الجديدة (الانفتاح العميق) الداعمة لمرتكزات هذا التحرير. فقد أصبح من السهل انتقال الأزمة من مراكز نشؤها إلى غيرها من الدول عبر ما يعرف بالآثار التبادلية للمصفقات التجارية وآثار التغذية العكسية مما يسهل انتقال حالات الركود والكساد في اقتصاديات الدول المتأزمة إلى باقي الاقتصاديات وذلك بمستويات مختلفة وبحسب معاملات الارتباط ودرجات الانفتاح. إن الأزمات في ظل العولمة الراهنة تتجاوز جغرافيا مراكزها وبورها تنتشر دوليا وفقا لثلاث مستويات³⁰⁹:

أولاً: بمستوى خلل اقتصادي إذا خضت اقتصاديات بمعامل ارتباط ضعيف؛

³⁰⁷ Forbes et Rigobon, op.cit, p 49.

³⁰⁸ Dorunbush.R (2001), *Contagion Understanding How it Spreads*, The World Bank Regards Observer, Vol15, N°2,p 180.

³⁰⁹ عقبة عبد اللاوي وآخرون (2010)، الأزمات المالية سجل التدويل وأطروحات العلوم الثلاثي، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، عمان الأردن 1-2 ديسمبر، ص7.

ثانياً: بمستوى مشكل اقتصادي إذا خست اقتصاديات بمعامل ارتباط متوسط؛

ثالثاً: بمستوى أزمة اقتصادية إذا خست اقتصاديات بمعامل ارتباط قوي.

ومن المهم التأكيد انه كلما كان الحجم الاقتصادي للدول المتضررة كلما زادت احتمالية انتقال الأزمات وشدتها و اتساع نطاق تأثيرها.

ولقد تعددت الدراسات في هذا السياق التي كشفت عن دور القنوات التجارية في نقل الأزمات، فقد فسر كلا من Gerlach و Smet (1995) انتقال الأزمة من بلد متضرر سوف تؤثر سلباً على كل الشركاء التجاريين لهذا البلد، وأن تدهور حقيقي للبلد المتأزم سوف يؤدي إلى انخفاض أسعار الواردات في البلد الآخر مما ينتج عنه ارتفاع الواردات وكبح الصادرات في هذا البلد. ويتأثر كذلك مؤشر أسعار الاستهلاك والطلب على العملة المحلية بالانخفاض ومنه ما يؤثر سلباً على احتياطي العملة الأجنبية ما ينجر عنه أزمة صرف³¹⁰.

ودراسة لصندوق النقد الدولي (1999) بينت أن انهيار أسعار الصرف قد يرافقها النقص من الواردات من البلد المتضرر يخلف أثراً سلبياً على مدا خيل في البلد الشريك التجاري ومنه فإنه العجز في الميزان التجاري وخسارة الصرف تخلق هجمات مضاربة في هذا البلد.

وفي دراسة كذلك قدمها Van Rijckeghem (1999) وآخرون أثبت من خلالها أن الروابط التجارية قد لا تكون، بدون شك، الناقل للأزمات قياساً للحصص التجارية المتبادلة الضعيفة ولكن قد السبب وراء نشوء أزمات الصرف³¹¹.

2-2-الروابط المالية

أصبح انتقال الأزمات من بلد لآخر أكثر سهولة مع ارتباط الأسواق المالية وحركات التدفق حيث تشير الأبحاث الحديثة أن احتمال حدوث أزمات مالية معدية وتحركات مشتركة مرتفعة عبر الأسواق المالية العالمية في المستقبل يعززه دخول أدوات مالية وقوى فاعلة جديدة في الأسواق المالية الدولية. ولعل انتقال الأزمة في دول جنوب شرق آسيا أوضح مثال على ذلك فالسماح لغير المقيمين دخول أسواق الأوراق

³¹⁰ Gerlach et Smet (1995), *Contagions Speculative Attacks*, *European Journal of Political Economy*, Vol 11, pp 45-63.

³¹¹ Van Rijckeghem (1999), *Sources of Contagion: Finance or Trade*, *IMF Working Paper*, N°146, pp1-2.

المالية أدى إلى قيام علاقة وثيقة بين سوقين غير مستقرين بطبيعتهما سوق العملات وسوق الأسهم بذلك بزعة الاستقرار³¹².

وقد أشار صندوق النقد الدولي (1999) إلى تزايد التكامل المالي الذي عرفه العالم العشرية الأخيرة وبالتالي فالروابط المالية قد تكون أيضا قناة لنقل الأزمات. وفي الواقع فالأزمات التي قد تمس بلدا أو عدة بلدان تفرض على المستثمرين إعادة التوازن لمحافظهم بهدف تسيير المخاطر أو السيولة، وعليه فأخذ موقع في السوق المالي يجعلهم دوما في البحث عن تعظيم عوائدهم مقابل تعرضهم لمخاطر إضافية. وهذا التعويض يتأتى عن طريق بيع الأصول التي عوائدها ترتبط ايجابيا مع عوائد أصول البلد المتأزم. كذلك قد يتنازل بعض المستثمرين عن أصولهم السائلة لأسباب أخرى كالخسارة المتوقعة في قيمة الأصل في البلد المتأزم وهكذا قد تعرف بعض البلدان خطر هروب رؤوس الأموال³¹³.

ويمكن توضيح ما سبق ببعض الدراسات كدراسة Goldfajn و Valdes (1997) وبيننا من خلالها تأثير عوامل الخطر والسيولة على سلوك المستثمرين³¹⁴ وقد استخدمنا النهج المتبع من قبل العديد من الدارسين أمثال Edison و Alii (1998)، Allen و Gale (1998)، Kaminsky و Reinhart (2000).

وقد طور Valdes (1997) نموذجا وضح من خلاله أن الأزمة قد تخفض من سيولة المتعاملين في السوق ما يفرض عليهم إعادة تكوين محافظهم. ولتوضيح ذلك قام بدراسة بين مختلف بلدان أمريكا اللاتينية دارسا سلوك المستثمرين بحاجة إلى سيولة، وخلص أن احتمال حدوث أزمة في بلد يتأثر سلبا بدرجة السيولة في البلد المتأزم³¹⁵.

افترض Tille و Pesenti (2000) في دراستهما وجود بلدين أ و ب حيث يعرف البلد أ أزمة صرف مما يخفض من قدرة المقترضين المحليين بتسديد ديونهم للبنوك الخارجية، وهذه الأخيرة قد قامت بإعادة تكوين رأسمالها عن طريق استدعاء جزء من القروض في بلدان أخرى وعليه فالمقترضين في البلد ب يعانون من كبح في القروض نتيجة أزمة الصرف في البلد أ هذا الاستدعاء قد يكون وسيلة نقل أزمة الصرف إلى باقي الاقتصاديات³¹⁶.

³¹² عقبة عبد اللاوي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

³¹³ Omar Henche (2013), *Crises financières : effets de contagion sur les pays développés et les pays émergents*, Thèse de doctorat, Université de Tlemcen, p192.

³¹⁴ Goldfajn.I et Valdes. R (1997), *Balance of Payment Crises and Capital Flows: Role of Liquidity*, IMF Working Paper, N°87, pp 1-22.

³¹⁵ Valdes.R (1997), *Emerging Markets Contagion: Evidence and Theory*, Web site: www.worldbank.org/contagion/index.html.

³¹⁶ Pesenti.P et Tille.C (2000), *The Economic of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, FRBNY Economic Policy Review, pp 3-16.

أما Kords و Pritsker (2001)³¹⁷ خلصا إلى نموذج للعدوى مرتبط بعدم تماثل السوق المالي وحاولا تقديم تفسير أن أزمة قد تحدث نتيجة بيع لكميات معتبرة في سوق آخر مرتبط به، وقد استخلصا أن العدوى تفسر سلوك الذين يبحثون عن الحد الأمثل من بيع الأصول الأكثر خطرا وقد استخدم نهجيهما في دراسات لكل من: Kyle و Kiong (2000)، Schinasi و Smith (1999).

3-الدراسات التجريبية السابقة

هناك مجموعة واسعة ومتنوعة من الدراسات التي تناولت تحليل ظاهرة العدوى، ولم يكن الهدف من وراء ذلك فقط تحليل قنوات انتقال الأزمات ولكن البحث أيضا في قياس وتحليل تطور العدوى عبر الزمن، ولعل أهم الدراسات التي نوجزها فيما يلي:

دراسة King و Wadhvani (1990) المستوحاة من دراسة Engle وآخرون (1990)³¹⁸، وهو أول من تناول دراسة معاملات الارتباط لتفسير ظاهرة العدوى، فقد استخدم طريقة GARCH كمرحلة أولى لدراسة آثار العدوى على معدلات الصرف بين السوقيين الأمريكي والياباني، وفي مرحلة ثانية دراسة الروابط ما بين السوقيين، وقد خلصا بأن العوائد والتقلبات في الأسعار مرتبطة بالعوائد والتقلبات في السوق الثاني.

دراسة Bekeart و Harvey (1997) ودرسا من خلالها التكامل الموجود بين 20 سوقا ناشئا لإظهار أثر انتقال التقلبات في الأسعار في أسواق أسهم الاقتصاديات الناشئة وذلك بتطبيق نموذج GARCH المتعدد، حيث أن متوسط التباين الشرطي عبارة عن متغيرات تسمح باستقطاب الصدمات المتأتية من السوق العالمية والصدمات الخاصة بكل بلد. وقد تم إدماج أيضا في النموذج متغيرات الاقتصاد الكلي تسمح بقياس درجة التكامل لكل بلد مع الاقتصاد العالمي، وخلصت الدراسة انه كلما كان البلد أكثر اندماجا كلما كان أكثر عرضة للصدمات الخارجية غير قنوات نقل³¹⁹.

دراسة Baele (2000) استند في دراسته على نفس الطريقة ولكن على عينة أسواق أسهم أمريكية وأوروبية وحاول البحث في قياس أهمية وطبيعة التغيرات عبر الزمن لانتقال التقلبات المتأتية من السوق الأمريكي وأسواق الاتحاد الأوروبي نحو 13 سوقا من أوروبا الغربية³²⁰.

³¹⁷ Kords.I et Pritsker.M (2001), A Rational Expectations Model of Financial Contagion, Web site: www.worldbank.org/contagion/index.html.

³¹⁸ Engle.F et al (1997), Meteor Shower or Heat Waves? Heteroskedastic Intra-Daily Volatility in Foreign Exchange Market, *Econometrica*, Vol 58, pp 525-542.

³¹⁹ Bekeart.G et Harvey.C (1997), Emerging Equity Markets Volatility, *Journal of Financial Economics*, Vol 43, N°97, pp 29-77.

³²⁰ Baele. L (2000), Volatility Spillover Effects in Europe Equity Markets: Evidence from a Regime Switching Model, Mimeo University of Ghent.

ويلخص الجدول الموالي بعض الدراسات التي اهتمت بأثر التقلبات في الأسعار وعدوى انتقال الأزمات:

جدول 3-8: ملخص للأعمال التجريبية السابقة

الباحث	فترة التحليل	العينة	الطريقة الإحصائية	نتائج الدراسة
Eichengreen 1996	معطيات سنوية 1963-1959	20 بلدا صناعيا	Panel Data	قناة التجارة الخارجية كمصدر لانتقال العدوى بينما مؤشرات الاقتصاد ذات أهمية نسبية.
Edwards 1998	معطيات شهرية 1998-1992	الأرجنتين الشيلي المكسيك	GARCH	توصل إلى عدى نقية للأرجنتين من المكسيك بينما لا توجد عدوى للشيلي من المكسيك.
Reside et al 1999	معطيات شهرية 1997-1992	7 دول آسيوية	VECM	توجد علاقة توازنية في المدى الطويل بين معدلات الصرف بين الدول.
Ahluwalia 2000	1994، 1997، 1998	19 بلدا من أمريكا اللاتينية و آسيا	POOLED REGRESSION MCO	يكون البلد في حالة عدوى في حالة عدم توازن متغيرات البلد المتأزم إذا وجد في نفس المنطقة الجغرافية.
Min 2003	معطيات شهرية 1998-1990	7 دول آسيوية	GARCH	اهتمت الدراسة بحركية رؤوس الأموال وخلصت الدراسة بزيادة حركية رأسمال قبل الأزمة وعدوى للأسواق الأخرى من سوق تايلاند
Dungey et al 2002	معطيات يومية من فيفري إلى غاية ديسمبر 1998	12 بلدا متقدما و ناشئا	GARCH	تحليل عدوى الأزمة الروسية والأمريكية وبينت وجود آثار العدوى بينهما.
Khalid et al	معطيات يومية 1998-1997	9 لدول شرق آسيا	Causalité de Granger	اهتمت الدراسة بالتحركات المشتركة بين 3 أسواق لمعدل الصرف ، والأسعار السوقية ومعدل الفائدة تختلف بين الدول خلال الأزمة، وخلصت الدراسة إلى وجود آثار ضعيفة للعدوى.
Tai 2004	معطيات شهرية 2001-1987	تايلاند	GARCH	بينت النتائج بأن الصدمات على العوائد البنكية لها أثر ايجابي على التقلبات وكذلك على القطاع البنكي وتعتبر كمصدر للعدوى.

المصدر: من إعداد الباحثة.

المبحث الرابع: دراسة لقياس أثر أزمة الرهن العقاري على الاقتصاديات المتقدمة والناشئة للفترة 2000-2015

في هذا المبحث سوف نحاول تحديد تجريبيا العدوى التي تتم من خلال التغيير في توقعات السوق وانتقال الصدمات لأزمة الرهن العقاري في و.م.أ.

أولاً: سوف نقوم باختبار تأثير هذه الظاهرة باستخدام طريقة إحصائية ملائمة وهي GARCH ثم البحث عن وجود العدوى النقية عن طريق اختبار الدلالة الإحصائية للزيادة في معامل الارتباط المعدل بين فترتي الهدوء والأزمة حسب تعريف Forbes و Rigobon (2001).

ثانياً: تطبيق طريقة أشعة الارتباط الذاتي VAR لنمذجة العوائد اليومية لمؤشرات الأسواق محل الدراسة، ويستخدم هذا الأسلوب تحليل الروابط السببية بمفهوم Granger بين سوق و.م.أ. والأسواق الأخرى التي تأثرت بالأزمة، كما تقيس أيضاً نسبة العدوى من بعض الأسواق وتحليل اتساع ومدة الصدمة في الأسواق.

أولاً : تقديم عام للطريقة الإحصائية المستخدمة

كما وأن سبق الذكر بأن الأسلوب الإحصائي المستخدم هو محاولة صياغة نموذج يوضح فيه أثر انتقال أزمة الرهن العقاري على الاقتصاديات سواء كانت منها المتطورة أو الناشئة ولتحقيق ذلك فقد تم استخدام طريقتين هما: GARCH و VAR.

1- عرض لنموذج GARCH

انطلاقاً من فرضية غياب التماثل في المعلومات ووجود المضاربة العشوائية ما يترتب عليها ظاهرتي الاختيار العكسي والمخاطر غير الأخلاقية، فإنه يمكن دراسة العلاقة بين العائد والمخاطر عبر نماذج التقهقر الذاتي غير المتجانس المشروط المعمم GARCH وخصوصاً لأجل إبراز أثر الرفع.

إذا كانت المخاطرة غير ثابتة غير الزمن فإنه يمكن اعتبار التوقع الرياضي لعوائد السوق كدالة خطية للتباين المشروط، وتبرر هذه الفكرة إدراج عنصر التجانس غياب التجانس (δ_t) في معادلة المتوسط. وبناء عليه فقد تم استخدام فكرة أنجل وآخرون (1987) لتقدير التباينات المشروطة في نموذج GARCH وباعتبار

مسار العائد r_t لمؤشر سوق و(δ_t) التباين المشروط المحدد في نموذج الانحدار الذاتي غير متجانس للتباين المشروط المعمم بدرجة تكامل أحادية أي GARCH (1,1) ويأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$r_t = \mu_t + g(\delta_t) + \varepsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = w_0 + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2 + \theta V_{t-1} \theta$$

حيث أن من شروط الاستقرار أن يكون: w_0 و β موجبين و $\alpha + \beta < 1$ و تدل α و β على التوالي على آثار ARCH و GARCH وإذا كان جمع هذه المعاملات قريباً من الواحد الصحيح فإن النتائج تشير إلى أن صدمات التذبذب دائمة بشكل تام وأن $g(\delta_t)$ هي دالة ضمنية للمعلومات التي تشير إلى علاوة الخطر .

ويتيح نموذج C-GARCH استعمال GARCH في صيغة محددة تسعى إلى تقسيم التقلب المشروط إلى مكون بعيد المدى أي الدائم للاتجاه التفسيري عبر الزمن ومكون قريب المدى أي العابر، ويمثل الفرق الأهم بين النموذجين في أن الصدمات في إطار نموذج GARCH تقوّل للاضمحلال بينما ترتد الصدمات على المكون العابر في إطار نموذج C-GARCH نحو الاتجاه بذلك يمكن تعويض ω بمكون التقلب q_t وينتج عن ذلك الصياغة التالية:

$$r_t = \mu_t + g(\delta_t) + \varepsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = q_t + \alpha (\varepsilon_{t-1}^2 - q_{t-1}) + \beta (\sigma_{t-1}^2 - q_{t-1}) + \theta_1 V_{t-1} \theta$$

$$q_t = \omega_0 + \rho (q_{t-1} - \omega_0) + \varphi (\varepsilon_{t-1}^2 - \theta_{t-1}^2) + \theta_2 V_{t-1}$$

حيث تمثل q_t المكون الدائم أو اتجاه المدى البعيد للتباين المشروط لأنها غير ثابتة عبر الزمن، ويعبر هذا المكون عن فكرة تقلب المدى البعيد التقاوتي الزمني. إذ سرعة ارتداد المتوسط تحدد بالمعامل ρ فكلما اقتربت القيمة من واحد تقترب q_t ببطء شديد من التباين غير المشروط، وأما إذا كان المعامل مساوياً للواحد فإن مسار تقلب المدى البعيد يكون متكاملًا من الدرجة 1. ومن المعادلة الأخيرة يبدو أن التنبؤ بعنصر الخطأ $\varepsilon_{t-1}^2 - \theta_{t-1}^2$ له متوسط صفري وغير مرتبط تسلسلياً مما يمكنه من قيادة حركية المكون الدائم.

كما يمثل $\theta_{t-1}^2 - q_{t-1}$ المكون العابر للتباين المشروط الذي يؤول إلى الصفر عبر الزمن مما يبين حركية المدى البعيد لتقلب العوائد تتحدد بشكل كبير عبر التوقع الجاري للاتجاه الدائم. وباعتبار أن $\alpha +$

$\beta < 1$ ، حيث تدل α على الصدمة الأولى في المكون العابر في نموذج C-GARCH وتشير β إلى درجة الذاكرة للمكون العابر، فهذا القياس يشير إلى درجة إصرار الصدمة العابرة.

وتعتبر نماذج C-GARCH مناسبة جدا ومصممة لقياس مدى الإصرار في التقلبات، وقد قدم ماهيو 2005 دلالات بطريقة Montti Karlo بأن هذا النموذج الخير بإمكانه التحكم في حركية التقلبات البعيدة المدى.

2-السببية

نظريا يمكن توضيح العلاقات السببية بين المتغيرات الاقتصادية ويعطي عناصر انعكاس جد مناسبة لفهم وتفسير الظواهر الاقتصادية، أما عمليا فمن الضروري لأجل صياغة صحيحة لسياسة اقتصادية. في حين أن معرفة اتجاه السببية جد مهم من أجل توضيح العلاقة الموجودة بين المتغيرات الاقتصادية. إلى جانب ذلك، الدراسة التي يقوم القياس الاقتصادي وطريقة تقديره هو معرفة العلاقة الموجودة بين جزء من متغيرات X ومتغيرات الجزء المتبقي منه.

يعرف ³²¹Granger السببية بافتراض أن المستقبل لا يمكنه أن يؤثر في الحاضر والماضي فإذا كان الحدث أ وقع بعد الحدث ب فيمكن القول أ لا يسبب الحدث ب وفي نفس الوقت إذا كان الحدث أ قد وقع قبل الحدث ب فليس بالضرورة أن يكون الحدث أ قد سبب الحدث ب.

قام Granger (1969)³²² بوضع مصطلحي السببية والخارجية تكون المتغيرة X_{2t} سببا للمتغيرة X_{1t} إذا تحسنت القيمة التنبؤية للمتغيرة X_{1t} عن كل إضافة للمعلومات الواردة عن المتغيرة X_{2t} . فليكن نموذج $VAR(p)$ بحيث يجرأ الشعاع X_1 إلى جزأين X_{1t} و X_{2t} :

$$X_{1t} = a_0 + a_1^1 X_{1t-1} + b_1^1 X_{2t-1} + \dots + a_p^1 X_{1t-p} + b_p^1 X_{2t-p} + \mu_{1t}$$

$$X_{2t} = b_0 + a_1^2 X_{1t-1} + b_1^2 X_{2t-1} + \dots + a_p^2 X_{1t-p} + b_p^2 X_{2t-p} + \mu_{2t}$$

³²¹ Granger.C.W.J (2009-1934): وهو اقتصادي بريطاني وأستاذ فخري بجامعة كاليفورنيا بالولايات المتحدة الأمريكية. حصل على جائزة بنك السويد في ذكرى ألفريد نوبل مع روبرت أنجل علم 2003. نظير أعمالهما للتكامل المشترك.

³²² Granger C. W. J (1969), Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross Spectral Methods, Econometrica, pp 424 – 438.

تعتبر مجموعة المتغيرات $(X_{2t-1}, X_{2t-2}, \dots, X_{2t-p})$ خارجية بالنسبة $(X_{1t-1}, X_{1t-2}, \dots, X_{1t-p})$ فإذا كانت إضافة المجموعة X_{2t} لا تحسن بطريقة معتبرة المجموعة X_{1t} هكذا يمكن إجراء اختبار الفرضيات والتي تأخذ الصيغة التالية:

• X_{2t} لا يسبب X_{1t} إذا كانت الفرضية التالية مقبولة:

$$H_0 : b_1^1 = b_2^1 = \dots = b_p^1 = 0$$

• X_{1t} لا يسبب X_{2t} إذا كانت الفرضية التالية مقبولة:

$$H_1 : a_1^2 = a_2^2 = \dots = a_p^2 = 0$$

وإذا تم قبول الفرضيتين نكون في حالة حلقة ذات مفهوم التغذية العكسية، واختبار هاتين نستعمل اختبار فيشر المتعلق بانعدام المعاملات لمعادلة تلوى أخرى أو مباشرة وذلك بالمقارنة بين نموذج الانحدار الذاتي للأشعة المقيد والنموذج غير المقيد وذلك بحساب نسبة الإمكان الأعظم.

ثانيا: الدراسة التطبيقية

كما و أن سبق أن بينا من خلال العرض النظري أن أغلبية الدراسات التجريبية التي تطرقت إلى انتقال الأزمات قد اعتمدت في ذلك على أسلوب إحصائي خاص بوصف لدراسات قياسية معتمدة في ذلك على طريقتي GARCH و $VAR(p)$.

1- وصف المعطيات المستخدمة

إن المعطيات المستخدمة في هذه الدراسة عبارة عن قيم تاريخية يومية لأسعار المؤشرات السوقية، وانطلاقا منها تم حساب العوائد اليومية لهذه المؤشرات لعينة مكونة من 9 أسواق مالية معتمدين في ذلك على العلاقة التالية:

$$R_{it} = 100 * \log[X_{it} - X_{it-1} / X_{it}]$$

حيث أن R_{it} تمثل العائد اليومي للسوق i عند الزمن t ، و X_{it} عبارة عن السعر السوقي للمؤشر للسوق i عند الزمن t و X_{it-1} عبارة عن السعر السوقي للمؤشر للسوق i عند الزمن $t-1$. أما العينة المدروسة فشملت 4

أسواق متطورة وهي: و.م.أ (S&p500)³²³ (Z)، فرنسا (Y) (CAC40)³²⁴، بريطانيا (R) (FTSE100)³²⁵ واليابان (L) (NIKKEI)³²⁶ وأسواق ناشئة وهي:

(Merval) الأرجنتين³³⁰ (H)، (K) (IPC)، إندونيسيا³²⁸ (S) (JKSE)، المكسيك³²⁹ (G) (KLSE) ماليزيا (BOVESPA) (T) والبرازيل³³¹.

مؤشر أسهم يضم أسهم أكبر 500 شركة مالية أمريكية من بنوك و مؤسسات مالية. أطلق عام 1957 ووصل إلى أعلى نقطة عند 1565³²³ في 9 أكتوبر عام 2007 الذي يعتبر اليوم الأخير لانتعاش الأسواق العالمية حيث تبعه انهيارات أسواق وبورصات العالم ووصل المؤشر إلى دون 800 نقطة في نوفمبر 2008 بعد انهيار الأسواق العالمية. بلغ مؤشر إس و بي ارتفاعه التاريخي الثاني في الخامس والعشرين من شهر أوت 2014، حيث وصل 2000 نقطة.

تريليون يورونيست، وتبلغ قيمه 1.023 المؤشر يدار من قبل شركة. فرنسية لأكثر أربعين شركة باريس هو أحد أهم مؤشرات بورصة³²⁴ بألف نقطة. حقق المؤشر أعلى مستوى له عند 6922، لكن المؤشر انهار عندما حدثت "فقاعة" 1987 ديسمبر 31 يورو. أطلق المؤشر في شركة أكور وبنك بي ان بي باريبا وكريدي أجريكول وكارفور النفطية توتال الدوت كوم". ويضم أكثر الشركات الفرنسية شهرة كشركة للفنادق.

، 1984 يناير 3 أطلق المؤشر في بورصة لندن في بريطانية شركة البريطانية، حيث تضم أسهم أكبر مائة مؤشرات الأسهم واحدة من أكبر³²⁵ FTSE المؤشر يدار من قبل شركة. وكانت نقاطه 6950 نقطة 1999 ديسمبر 30 وكانت نقاطه 1000 نقطة وصل إلى أعلى مستوياته في بورصة لندن، ومن أهم مجموعة الفانينشال تايمز وهي شركة خاصة مستقلة كما يمثل مؤشر الفوتسي نسبة 80% من حجم GROUP جلاسكو سميث وشركة HSBC بنك النفطية وشركة بي بي وشركة للإتصالات فودافون وشركة النفطية شل الشركات المدرجة في المؤشر شركة العالم في أدوية أكبر شركة كلاين.

هو مصطلح عام لمهاجرين يابانيين في العالم، من جميع الأجيال (انظر الأميركيين اليابانية). مؤشر نيكاي 225 هو المؤشر الرئيسي³²⁶ للبورصة طوكيو للأوراق المالية. مؤشر نيكاي كيزاي شينبون أو نيهون أول يومية اقتصادية يابانية.

يعود إلى 1930 عندما قامت جمعية سماسرة الأوراق المالية في سنغافورة أنشئت كمنظمة رسمية التعامل في الأوراق المالية في ماليزيا.³²⁷ وبحلول عام 1960، كان الماليزية للأوراق المالية شكلت والتداول العام للأسهم بدأ يوم 9 مايو. في عام 1961 كان مجلس نظام أدخلت بموجبها غرفتين التداول، واحدة في سنغافورة وكل كوالالمبور مرتبطة بخطوط هاتفية مباشرة إلى سوق واحدة مع الأسهم المدرجة في مجموعة واحدة من الأسعار على كل المجالس. شكلت بورصة ماليزيا رسميا في عام 1964، وفي العام التالي، مع انفصال سنغافورة عن SEMS. ماليزيا، واصلت البورصة المشترك لتعمل تحت اسم بورصة ماليزيا وسنغافورة)

(قبل اسم تكنولوجيا JSX اندونيسيا للأوراق المالية هي بورصة مقرها في جاكارتا، اندونيسيا. كانت تعرف سابقا باسم بورصة جاكارتا)³²⁸). كما نهاية عام 2012، وكان لبورصة الأوراق المالية SSX 462 المعلومات والاتصالات تغير في عام 2007 بعد دمج مع سورابايا بورصة (شركة مدرجة بقيمة سوقية تبلغ \$ 42678000000000.

Mexican Bolsa والذي عادة ما يسمى Bolsa Mexicana de Valores : السوق المكسيكي للأوراق المالية³²⁹ السوق بعد أمريكا اللاتينية المكسيك، وهو ثاني أكبر أسواق الأوراق المالية في الوحيد في سوق الأوراق المالية هو BMV أو Mexbol أو البرازيل، وهو خامس أسواق الأوراق المالية في ساو باولو في (BM&F BOVESPA) البرازيلي للضمانات والسلع والأوراق المالية الآجلة الأمريكية. في

تم إطلاق مؤشر ميرفال من بوينس آيرس للأوراق المالية في أواخر 1980 لمرافقة الحركة العامة لبحث أداء السوق من خلال التنوع³³⁰ الجغرافي لمحافظ الأوراق المالية، والتي تسير جنبا إلى جنب، الأرجنتين، مع خصخصة شركات المرافق الكبيرة.

³³¹ السوق البرازيلي للضمانات والسلع والأوراق المالية الآجلة، Bolsa de Valores Mercadorias & Futuros de São Paulo : هو سوق الأوراق المالية البرازيلي، ومقره الرئيسي في ساو باولو، وهو أكبر أسواق الأوراق المالية في أمريكا اللاتينية. في 31 كانون الأول 2011، كانت قيمته السوقية تبلغ 1.22 ترليون دولار أمريكي، وبذلك فهو احتل المركز الثالث عشر بين أكبر أسواق الأوراق المالية في العالم. في 8 أيار 2008، اندمج سوق ساو باولو للأوراق المالية (Bovespa) مع سوق السلع والعقود الآجلة (BM&F) ليكونا السوق البرازيلي للضمانات والسلع والأوراق المالية الآجلة.

إن اختيار هذه العينة جاء بناءاً على مدى توفر بيانات الأسعار السوقية لمؤشرات هذه الأسواق المتوفرة على الموقع الإلكتروني Yahoo finance، أما عن فترة الدراسة فقد امتدت من 2000/01/01 إلى غاية 2015/09/30 وعليه فقد سجلنا 2567 مشاهدة موزعة على فترتين: فترة الهدوء وهي الفترة التي تسبق أزمة الرهن العقاري وامتدت من 2000/01/01 إلى غاية 2007/07/30 أي 1197 مشاهدة بينما الفترة الثانية فهي فترة الأزمة فقد امتدت من 2007/08/01 إلى غاية 2015/09/30 أي 597 مشاهدة. وللإشارة فقد تم اعتماد مؤشر S&p500 كمؤشر مرجعي وأن كل المؤشرات مسعرة بالدولار الأمريكي تجنباً لإشكالات سعر الصرف.

2- الإحصائيات الوصفية

إن دراسة الإحصائيات الوصفية للسلاسل الزمنية تظهر لنا أهمية الحقائق البارزة التي تؤثر على مسارها ومن بين هذه الإحصائيات فرط التقلبات وسماكة ذيول التوزيع غير المشروط للعوائد والتي قد تؤكد لنا بعضاً من فرضيات الدراسة. وتوضح الجداول الآتية الإحصائيات الوصفية لهذه المتغيرات للفترة الكلية، فترة الهدوء وفترة الأزمة.

جدول 3-9 (أ): الإحصائيات الوصفية للفترة الكلية

المؤشر	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفلطح	Jarque Bera	الاحتمال	عدد المشاهدات
S&p500	0.0112-	1.2530	0.6766-	3.3886	4561.42	0.0000	2567
Cac40	0.0236-	1.4903	0.0064-	6.4692	1287.33	0.0000	2567
Ftse100	0.0029-	1.2024	0.1710-	7.9918	2677.79	0.0000	2567
Nikkei	0.0304-	1.5099	0.6614-	9.1011	4168.54	0.0000	2567
Klse	0.00822	0.8307	1.3275-	16.087	19074.6	0.0000	2567
Jkse	0.0169	1.3828	0.7505-	7.889	2776.81	0.0000	2567
Ipc	0.0250	1.3305	0.3394-	6.5391	1389.04	0.0000	2567
Merval	0.0227	2.0768	0.5022-	7.1544	1953.95	0.0000	2567
Bovespa	0.0000-	1.7869	0.3747-	5.7372	861.48	0.0000	2567

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

جدول 3-9 (ب): الإحصائيات الوصفية لفترة الهدوء

المؤشر	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفلطح	Jarque Bera	الاحتمال	عدد المشاهدات
S&p500	0.0190	1.201	0.976-	11.492	3785.97	0.0000	1197
Cac40	0.0352-	1.4067	0.0714-	6.7100	687.50	0.0000	1197
Ftse100	0.0420-	1.1484	0.4081-	7.4565	1027.6	0.0000	1197
Nikkei	0.0078	1.4493	0.8702-	8.5557	1690.56	0.0000	1197
Klse	0.0086-	0.8442	2.0892-	24.2582	23409.9	0.0000	1197
Jkse	0.03917	1.7182	0.2639-	4.7816	172.225	0.0000	1197
Ipc	0.0012-	1.2507	0.3101-	5.8566	426.189	0.0000	1197

1197	0.0000	494.69	6.1420	0.1072-	1.9127	0.0594	Merval
1197	0.0000	172.225	4.7816	0.2639-	1.7182	0.0440	Bovespa

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews8.

جدول 9-3 (ج): الإحصائيات الوصفية لفترة الأزمة

عدد المشاهدات	الاحتمال	Jarque Bera	معامل التفلطح	معامل الالتواء	الانحراف المعياري	المتوسط	المؤشر
597	0.0000	307.0044	6.5086	0.0881-	1.0833	0.035-	S&p500
597	0.0000	88.29	4.7531	0.3449-	1.3581	0.0784-	Cac40
597	0.0000	279.08	6.2846	0.3280-	1.1465	0.090-	Ftse100
597	0.0000	1094.47	9.2604	1.0960-	1.5371	0.1368-	Nikkei
597	0.0000	1524.72	10.5806	0.9783-	0.8749	0.0358-	Klse
597	0.0000	1417.066	10.1533	1.2038-	1.4591	0.0003-	Jkse
597	0.0000	60.9068	4.5624	0.042-	1.192	0.0711-	Ipc
597	0.0000	81.3484	4.337	0.6085	1.9514	0.0722	Merval
597	0.0000	21.3748	3.782	0.2485	1.7471	0.0035	Bovespa

إن قراءة الجداول الثلاثة السابقة تقودنا إلى استخلاص الملاحظات الآتية:

- إن متوسط العوائد السوقية لمؤشرات الأسواق المختلفة هي سالبة في فترة الأزمة، ماعدا سوقي الأرجنتين والبرازيل، مقارنة مع فترة الهدوء أين تباينت متوسطات العوائد من بين سلبية وإيجابية. إن تسجيل هذه الخسائر بطبيعة الحال يعود إلى حالة الركود الاقتصادي الذي عرفها الاقتصاد الأمريكي وانفجار أزمة الرهن العقاري هذا ما يؤكد، مبدئياً، حالة الارتباط ما بين الأسواق. والملاحظ كذلك على أن بعض الأسواق قد سجلت خسائر تفوق تلك المحققة في مؤشر S&p500 -3.5% والمثال على ذلك الأسواق متطورة: فرنسا -7.84%، بريطانيا -9.00% واليابان -13.86% وعلى العكس من ذلك فالأسواق الناشئة قد حققت أيضاً خسائر في عوائدها السوقية ولكن بنسب قد تكون مساوية لخسائر مؤشر S&p500 مثل ماليزيا أو قد تكاد تكون معدومة كسوق إندونيسيا، وهذا لا يتنافى مع وجود فرضية ارتباط الأسواق.
- تمتاز العوائد السوقية للمؤشرات بالتواء سالب في أغلب الأسواق قبل وبعد الأزمة ما عدا سوقي الأرجنتين والبرازيل وله دلالة إحصائية إذ تقترب قيمته من الصفر بينما معامل التفلطح بإشارة موجبة وقيمته المقدره عالية تفوق القيمة الإحصائية 3. مما يفسر ذلك وجود مشكلة سماكة ذيول التوزيع وأن التوزيع الغالب له ذروة مركزية وذيل طويل سميك، وهذا ما يعزز أن أزمة الرهن العقاري قد أفضت إلى تقلبات في الأسعار السوقية للمؤشرات ويؤكد ذلك أيضاً الزيادة النسبية في الانحراف المعياري في فترة الأزمة مقارنة مع فترة الهدوء.

- تبين إحصائية Jarque Bera أنها ترفض بقوة فرضية، باحتمال مساوي للصفر، التوزيع الطبيعي لكل متغيرات العوائد السوقية للمؤشرات هذا قبل وبعد الأزمة.

3- مصفوفة معاملات الارتباط

تقدم مصفوفة معاملات الارتباط وصفا مبدئيا عن العلاقات الموجودة بين مختلف الأسواق، فدراسة هذه المعاملات على الفترتين يساعد في فهم العلاقة وتطورها كما هي مبينة في الجداول التالية التي تتعلق بالفترة الكلية للدراسة، فترة الهدوء وفترة الأزمة.

جدول 10-3 (أ): مصفوفة معاملات الارتباط للفترة الكلية

المؤشر	S&p500	Cac40	Ftse100	Nikkei	Klse	Jkse	Ipc	Mervel	Borvespa
S&p500	1.00								
Cac40	0.540	1.00							
Ftse100	0.525	0.885	1.00						
Nikkei	0.087	0.303	0.309	1.00					
Klse	0.065	0.225	0.246	0.397	1.00				
Jkse	0.117	0.274	0.282	0.434	0.444	1.00			
Ipc	0.681	0.488	0.490	0.175	0.186	0.213	1.00		
Mervel	0.457	0.380	0.391	0.122	0.143	0.196	0.449	1.00	
Bovespa	0.629	0.434	0.447	0.142	0.140	0.220	0.641	0.508	1.00

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews8.

جدول 10-3 (ب): مصفوفة معاملات الارتباط لفترة الهدوء

المؤشر	S&p500	Cac40	Ftse100	Nikkei	Klse	Jkse	Ipc	Mervel	Borvespa
S&p500	1.00								
Cac40	0.536	1.00							
Ftse100	0.531	0.881	1.00						
Nikkei	0.086	0.283	0.300	1.00					
Klse	0.101	0.235	0.239	0.341	1.00				
Jkse	0.143	0.264	0.265	0.354	0.442	1.00			
Ipc	0.680	0.461	0.478	0.139	0.199	0.223	1.00		
Mervel	0.415	0.338	0.364	0.076	0.133	0.166	0.425	1.00	
Bovespa	0.610	0.380	0.414	0.125	0.151	0.204	0.615	0.504	1.00

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews8.

جدول 10-3 (ج): مصفوفة معاملات الارتباط لفترة الأزمة

المؤشر	S&p500	Cac40	Ftse100	Nikkei	Klse	Jkse	Ipc	Mervel	BorvespA
S&p500	1.00								
Cac40	0.578	1.00							
Ftse100	0.586	0.890	1.00						
Nikkei	0.180	0.311	0.334	1.00					
Klse	0.073	0.213	0.211	0.358	1.00				
Jkse	0.146	0.242	0.264	0.366	0.450	1.00			
Ipc	0.648	0.485	0.511	0.172	0.222	0.210	1.00		
Mervel	0.411	0.298	0.332	0.061	0.188	0.157	0.42	1.00	
Bovespa	0.612	0.394	0.425	0.161	0.213	0.221	0.61	0.50	1.00

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews8.

يظهر لنا من الجداول السابقة عموما أن العلاقات بين الأسواق تتسم بالضعف، إلا أنها أحيانا تسجل علاقات قوية على سبيل المثال (Cac40، Ftse100) فمعامل الارتباط هو 88.14% قبل الأزمة و 89% بعد الأزمة وكذلك (S&p500، Bovespa) فمعامل الارتباط هو 61.2% قبل الأزمة و 61% بعد الأزمة ونفس الشأن بالنسبة لـ (Ipc، Bovespa) فمعامل الارتباط هو 68% قبل الأزمة و 64.8% بعد الأزمة وهي علاقات قوية داخل المنطقة الجغرافية الواحدة أوروبا أو أمريكا وهذا لا ينفي انتقال الأزمة إلى باقي الأسواق وهذا ما سوف نحاول إثباته لاحقا.

أما عن علاقات الارتباط بين مؤشر S&p500 وباقي المؤشرات الأخرى فقد كانت متباينة قبل وبعد الأزمة فمثلا علاقات قوية مع كل من مؤشر Cac40، Ftse100، Ipc، و Bovespa وقد ازدادت قوتها بعد الأزمة وهذا ما ترجمته الزيادة النسبية في معاملات الارتباط وهو تأكيد على وجود ارتباط بين الأسواق والتي تزداد بعد الأزمة.

على غرار ذلك فهناك أسواق عرفت علاقاتها مع مؤشر S&p500 ضعفا فقد انخفض معامل الارتباط مثل مؤشر Klse الذي انخفض من 10.12% إلى 7.3%، وبالرغم من ضعف علاقة مؤشر Nikkei مع مؤشر S&p500 فقد سجل متوسط عوائده السوقية خسارة بلغت 13.68% مقارنة بالأسواق التي علاقات قوية مع السوق الأمريكي.

4-اختبار جذر الوحدة والتكامل المتزامن

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلاسل الزمنية لعوائد المؤشرات للأسواق المالية محل الدراسة للتأكد من سكونها وتحديد رتبة كل متغير على حدة. ومن خلال الجدول الموالي يظهر لنا أن كل السلاسل الزمنية لعوائد المؤشرات السوقية هي مستقرة عند المستوى أي غياب جذر الوحدة وذلك بالاعتماد

على اختبار ديكي- فولر الموسع ADF. ولاختبار فرضية العدم القائمة على وجود جذر الوحدة فيعتمد ذلك على تقدير النماذج الآتية بطريقة المربعات الصغرى.

$$\text{Modèle[4]} : \Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta X_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle[5]} : \Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta X_{t-j+1} + C + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle[6]} : \Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta X_{t-j+1} + C + b_t + \varepsilon_t$$

إن النموذج الخامس يختلف عن النموذج الرابع لاحتوائه على حد ثابت بينما النموذج السادس يختلف عنهما لاحتوائه على حد ثابت ومتغير اتجاه زمني ولتحديد طول الفجوة الزمنية ρ المناسبة أقل قيمة لمعياري أكاكي AIC وشوارز SC. ونتائج الاختبار هي مبينة في الجدول الموالي:

جدول 3-11: نتائج اختبار جذر الوحدة

المؤشرات	الإحصائية tقيمة	القيمة الحرجة 1%	القيمة الحرجة 5%	القيمة الحرجة 10%	القرار
S&p500	-46.62378	-3.431993	-3.862151	-2.587139	H ₁ قبول
Cac40	-30.5050	-3.43189	-2.862109	-2.587117	H ₁ قبول
Ftse100	-30.74654	-3.43786	-2.562060	-2.567090	H ₁ قبول
Nikkei	-60.44713	-3.432013	-2.862160	-2.567144	H ₁ قبول
Klse	-55.70243	-3.431925	-2.862129	-2.567123	H ₁ قبول
Jkse	-51.7914	-3.432054	-2.862178	-2.567153	H ₁ قبول
Ipc	-55.70293	-3.43129	-2.862129	-2.567123	H ₁ قبول
Merval	-55.98926	-3.432018	-2.862162	-2.567145	H ₁ قبول
Bovespa	-60.70968	-2.431977	-2.862144	-2.567135	H ₁ قبول

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews8.

وعلى ضوء اختبار جذر الوحدة السابق تم التحقق من سكون السلاسل الزمنية عند المستوى والبحث الآن ينصب فيما إذا كان هناك تكاملا مشتركا فريدا، أي يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة، ولاختبار ذلك نستعمل اختبار Johansen – Juselius ولهذا الاختبار أهمية في نظرية التكامل المشترك، إذ يشير إلى أنه في حالة عدم وجود تكامل مشترك فريد فإن العلاقة التوازنية بين المتغيرات لا تزال محل تساؤل.

اقترح Johansen – Juselius (1988) تحديد عدد متجهات التكامل المشترك بإجراء اختبار الأثر λ_{trace} إذ يختبر فرضية العدم القائمة على أن هناك على الأكثر q من متجهات التكامل المشترك مقابل الفرض البديل ($q=r$) وتحدد قيمة الأثر بالعلاقة الآتية:

$$\text{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i) \lambda_i$$

حيث λ_i القيمة الذاتية i لمصفوفة التباين والتباين المشترك التي تسمح بحساب القيم الذاتية، K فهي تمثل عدد المتغيرات و r تمثل رتبة المصفوفة.

وقبل تطبيق طريقة Johansen – Juselius للتكامل المشترك يجب تحديد فترات الإبطاء p لصيرورة VAR ولتحديد p يستخدم معياري AIC و SC وذلك بتقدير نماذج VAR على فترات إبطاء من 0 إلى h. والجدول الموالي يوضح فترات الإبطاء وقيمة معيار AIC بعد تقدير لنماذج VAR.

جدول 3-12: فترات الإبطاء وقيمة معيار AIC

P	1	2	3	4	5	6	7	8
AIC	26.59	26.558	26.66	26.72	26.65	26.68	36.76	27.24

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews8.

يتم اختيار فترة الإبطاء على أساس أقل قيمة لمعيار AIC وهي توافق $p=2$ و عليه سوف يؤخذ بهذه الفترة في باقي التحليلات اللاحقة. وانطلاقا من ذلك فإنه يمكن الآن إجراء اختبار Johansen – Juselius للتكامل المشترك، ولقد دلت النتائج كما هي مبينة في الجدول الموالي عن وجود علاقات تكامل متزامن بين المتغيرات إذ يتم رفض الفرضية البديلة ($q=r$) عند درجة معنوية إحصائية 5% ماعدا عند $q=7$ و $q=8$ أين يتم قبول الفرضية العدمية برفض على الأكثر 7 متجهات أو 8 متجهات يعني وجود على الأكثر 6 متجهات.

جدول 3-13: نتائج اختبار التكامل المشترك

عدد المتجهات	Eigen value	Trace statistic	القيمة الحرجة %5	الاحتمال
None	0.435672	3922.660	197.3709	1.000
at most q=1	0.342739	3158.999	159.5297	1.000
at most q=2	0.295206	2598.734	125.6154	1.000
at most q=3	0.280677	2131.684	95.75366	1.000
at most q=4	0.269116	1691.876	69.81889	1.000
at most q=5	0.253161	1273.353	47.85613	1.000
at most q=6	0.237625	883.6585	29.79707	1.000
at most q=7	0.195772	521.4508	15.49471	0.0001
at most q=8	0.158633	230.5909	3.841466	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews8.

5-دراسة علاقة السببية بمفهوم Granger

يسمح هذا الاختبار بمعرفة تحركات التقلبات في الأسعار لسوق ما نحو سوق آخر نتيجة صدمة في سوق معين. إن مفهوم السببية المقترح من طرف Granger كما تم توضيحه سلفاً أنه يمكن توقع X_1 عند ورود معلومات لمتغيرة X_2 ، فوجود علاقة سببية بين سوقين هذا لا يعني بأن هناك أثراً لانتقال الصدمة ولكن تسمح بمعرفة أي من السوقين له تأثير ملموس على السوق الآخر.

إن نتائج الاختبارات قد تم توضيحها في الجدول التالي ولتسهيل التحليل فقد قمنا باستخدام الإشارات السالبة ونعني بها أن X_2 ليست سبباً للمتغيرة X_1 وموجبة ونعني بها أن X_2 هي سبب للمتغيرة X_1 .

جدول 3-14: ملخص نتائج اختبار علاقة السببية

المؤشر	S&p500	Cac40	Ftse100	Nikkei	Klse	Jkse	Ipc	Merval	Bovespa
S&p500		+	+	+	+	+	-	-	-
Cac40	-		+	+	+	+	-	-	-
Ftse100	-	-		+	+	+	+	-	-
Nikkei	+	-	-		-	-	+	+	-
Klse	+	+	+	-		-	+	-	+
Jkse	-	-	-	+	+		-	+	-
Ipc	-	+	+	+	+	+		+	-
Merval	-	+	+	+	+	+	-		-
Bovespa	-	+	+	+	+	+	-	-	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

من الجدول أعلاه يلاحظ أن مؤشر S&p500 هو سبب بمفهوم Granger لكل من المؤشرات: Cac40، Ftse100، Nikkei، Klse و Jkse يعني رفض الفرضية العدمية عند درجة إحصائية 5% وعلى العكس من ذلك فهو ليس سبباً لكل من Ipc، Merval و Bovespa يعني قبول الفرضية العدمية عند درجة إحصائية 5%. وفي الوقت نفسه فالمؤشرات Ipc، Merval و Bovespa هي ليست بمفهوم Granger لمؤشر S&p500 إضافة إلى مؤشري Cac40 و Ftse100، وعلى غرار ذلك فإن مؤشري Nikkei و Klse هي سبب لمؤشر S&p500. إن التفسير الذي يمكن تقديمه بأنه لا توجد علاقة سببية مباشرة ولكنها غير مباشرة يعني ذلك أن الصدمة قد انتقلت من الأسواق المتطورة نحو أسواق أمريكا اللاتينية وهذا بالفعل ما ترجمته النتائج من وجود علاقات سببية بين مجموعة هذه الأسواق. وتظهر لنا دراسة السببية أهمية بالغة لأنها كشفت عن ترابط ديناميكي بين مختلف الأسواق موضوع الدراسة.

6-تقدير نموذج GARCH للتقلبات في الأسعار

بعد التحقق من سكون السلاسل الزمنية ووجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات نهدف الآن إلى هذه GARCH تحليل التذبذب في أسواق المال وذلك بغرض فحص التحولات الهيكلية باستخدام التحولات ذات صلة بأزمة الرهن العقاري في و.م.أ. وعلى هذا الأساس فقد تم صياغة نموذجين الأول في فترة الهدوء والثاني في فترة الأزمة وما بعدها لغرض فحص إذا كانت الزيادة في استمرار التقلبات والكشف عن درجة المخاطرة عبر معادلة S&p500 هي نابعة عن استمرار التقلبات في أسعار مؤشر العائد التي تأخذ الصيغة التالية:

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 R_{t-1} + \alpha_2 R^{S\&p500} + \varepsilon_{it}$$

لفترة الهدوء GARCH جدول 15-3(أ): نتائج تقدير

المؤشر	Cac 40	Ftse 100	Nikkei	Klse	Jkse	Ipc	Merval	Bvespa
α_0	-0.0032	0.0271	-0.0506	0.0349	0.040	0.0510	0.0864	0.9432
	(-0.1161)	(0.9429)	(-1.461)	(1.5825)	(1.2878)	(1.656)**	(1.7245)*	(0.9563)
α_1	0.02631	-0.0386	-0.0128	-0.00831	-0.0533	-0.02799	-0.0624	-0.0182
	(1.3131)	(-1.72)**	(-0.573)	(-0.387)	(-2.198)	(-1.156)	(-2.82)**	(-0.558)
α_2	0.03281	-0.01154	0.02253	0.01369	-0.0414	-0.0253	-0.0789	0.0008
	(1.2798)	(-0.592)	(0.8934)	(0.8316)	(-1.511)	(-1.077)	(-1.86)**	(0.0168)
c	1.01483	0.7011	0.1429	0.2149	0.9348	0.0804	1.0736	2.5766
	(2.5743)	(3.445)	(2.755)*	(5.895)*	(5.445)*	(0.0095)*	(1.7643)*	(1.643)**
α	0.01341-	-0.0065	-0.01339	-0.0056	0.0322	0.003326	-0.00825	-0.0284
	(-2.154)*	(-0.813)	(-3.639)*	(-2.835)*	(3.476)*	(1.3988)	(-2.026)*	(-14.12)*
β	0.5416	0.5145	0.9500	0.7567	0.4882	0.9533	0.7819	0.4945
	(2.9924)*	(3.671)*	(46.35)*	(18.381)*	(5.311)*	(53.498)*	(9.679)*	(1.5394)
θ	-0.0862	0.0879	0.0078	-0.06910	-0.2040	0.0160	0.1488	-0.1370
	(-3.459)*	(5.662)*	(0.6247)	(-8.428)*	(-8.767)*	(2.4177)*	(3.1832)*	(-1.73)**
ρ	0.5403	0.5080	0.9367	0.7511	0.5204	0.9566	0.7737	-
اختبار البواقي	Q ₂₀	10.981	12.332	17.351	17.564	12.431	14.898	24.858
	PRO	0.459	0.904	0.152	0.616	0.90	0.782	0.207
L MT	0.9603	0.4604	0.9703	0.8915	0.7042	0.7360	0.9432	0.3958

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews8.

جدول 15-3(ب): نتائج تقدير GARCH لفترة الأزمة

المؤشر	Cac 40	Ftse 100	Nikkei	Klse	Jkse	Ipc	Merval	Bvespa
α_0	-0.0419	-0.0004	0.00926	0.0605	0.0702	0.07077	0.0238	0.0608
	(1.2792)	(-0.018)	(0.2773)	(2.6083)*	(2.3625)*	(2.4299)*	(0.5288)	(1.470)

-0.0146	-0.0125	0.0209	-0.0265	0.0605	0.0286	0.02486	-0.0146	α_1	معادلة التباين
(-0.691)	(-0.524)	(-1.096)	(-1.173)	(2.6083)*	(1.2547)	(1.2528)	(-0.631)		
0.0225	0.0392	0.02205	0.0088	0.01275	0.01672	0.0135	-0.0066	α_2	
(0.6854)	(1.2464)	(1.0456)	(0.3833)	(0.4490)	(0.6445)	(0.6536)	(-0.241)		
0.4500	3.9431	0.2662	3.3045	0.5603	1.5228	0.1524	1.3975	c	
(2.9318)*	(8.0226)*	(5.2182)*	(22.638)*	(5.126)*	(3.4524)*	(5.0961)*	(3.095)*		
-0.0141	0.0320	0.01291	0.0172	-0.00516	-0.0071	-0.0132	0.0079	α	
(-4.720)*	(2.5264)*	(-5.505)*	(2.7302)*	(-1.505)	(-0.859)	(5.9511)*	(0.9189)		
0.8874	0.04169	0.8628	-0.8425	0.3572	0.3526	0.9099	0.3853	β	
(21.359)*	(0.3612)	(30.78)*	(-11.44)*	(2.993)*	(0.0631)**	(47.928)*	(1.981)*		
-3.33 ^{E05}	-0.4615	0.0858	0.0218	-0.0732	0.1603	-0.0691	0.1473	θ	
(-0.001)*	(-9.211)*	(5.1867)*	(1.4064)	(-7.055)*	(4.967)**	(-5.63)*	(5.3764)*		
0.8733	0.0736	0.8757	-	0.3521	0.3255	0.8967	0.3931	ρ	
14.753	15.218	19.605	16.845	25.290	22.004	21.166	28.225	Q ₂₀	اختبار
0.790	0.764	0.483	0.6963	0.191	0.340	0.387	0.104	PRO	البواقي
0.7690	0.7301	0.6765	0.6807	0.2448	0.8638	0.0976	0.6779	L MT	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

يوضح الجدولان السابقان نتائج تقدير نماذج GARCH لفترتي الهدوء والأزمة واختبارات صحة النموذج وقد تم استخلاص الملاحظات الآتية:

- أدى اختبار LMT لغياب آثار التباين المشروط (ARCH) إلى قبول الفرضية العدمية لغياب آثار التباين المشروط إذ أن Pro Chi-square أكبر من 5% وهذا خلال الفترتين لكل سوق.
- إن اختبار جذر الوحدة للبواقي Q₂₀ باستخدام Ljung-Box أكدت غياب جذر الوحدة إذ أن الاحتمال يفوق 5% في كل الأسواق خلال فترتي الدراسة.
- عدم معنوية معادلة العائد أو المتوسط بمعنى أن R_{t-1} عائد المؤشر للسوق المعني ومؤشر S&p500 غير مفسرة لعائد السوق R_t ، و يعني ذلك أن المعومات التاريخية ليس لها تأثير في توقع العائد لسوق ما وهذا يخص كل الأسواق خلال الفترتين.
- معنوية معادلة التباين أي دلالة على وجود التذبذب في الأسعار السوقية للمؤشرات وذلك من خلال وجود لآثار ARCH و GARCH بالإضافة إلى أن $c > 0$ و $\alpha + \beta < 1$ وهي تمثل شروط صحة نموذج GARCH، وفي أغلب الأحوال فإن المعاملات لها دلالة إحصائية. أما ρ عبارة عن $\alpha + \beta$ وهي تمثل الإصرار في التقلبات بشكل تام والتي هي كذلك في كل الأسواق خلال فترتي

الهدوء والأزمة ماعدا السوق المالي للبرازيل وهذه النتائج بالفعل خصوصية اختيار نموذج GARCH.

- تتأثر كل الأسواق بالمعلومات الواردة من سوق و.م.أ أي أنها تفسر التقلبات في أسعار مؤشرات الأسواق الأخرى محل الدراسة وهي معنوية إحصائياً لكل الأسواق ماعدا مؤشر Nikkei خلال فترة الأزمة وهذا ما قد يجعلنا نفترض انتقال الأزمة من السوق الأمريكية نحو باقي الأسواق.
- غياب آثار GARCH بالنسبة لمؤشر Bovespa خلال فترة الهدوء وبالتالي فنموذج GARCH لا يناسب في هذه الحالة السوق المالي للبرازيل للتنبؤ بالتقلبات.
- غياب آثار GARCH بالنسبة لمؤشر Merval خلال فترة الأزمة وبالتالي فنموذج GARCH لا يناسب في هذه الحالة السوق المالي للبرازيل للتنبؤ بالتقلبات.
- غياب آثار ARCH لمؤشرات Ipc و Ftse100 خلال فترة الهدوء ومؤشرات Cac40، Nikkei و Klse خلال فترة الأزمة.

7- اختبار قياس خطر العدوى النقية

يعد معامل الارتباط واحداً من القياسات المستخدمة لدراسة العلاقة الموجودة بين عوائد الأسواق المالية، فالعدوى تنشأ عندما يزداد معامل الارتباط بصفة معنوية خلال فترة الأزمة وهذا يفترض وجود آليات من شأنها نقل العدوى بين السوقيين.

إن الاختبار الذي سوف نعتمده مستوحى من دراسة Biekpe و Collins (2003) والذي يفترض وجود سلسلتين لعوائد سوقية (R_{1t} , R_{2t}) والتي تعرف بالعلاقة:

$$R_{2t} = a_0 + a_1 R_{1t} + \varepsilon_{it}$$

حيث R_{1t} يمثل عائد مؤشر S&p500 و R_{2t} هو عائد مؤشر السوق الآخر لمجموع الأسواق محل الدراسة.

وقد عرف Forbes و Rigobon (2001) معامل الارتباط المصحح كما يلي:

$$p = \text{cov}(R_{1t}, R_{2t}) / \delta$$

أما المعامل المصحح فيعطى بالعلاقة التالية:

$$P^* = p / [1 + \sigma(1-p^2)]^{1/2}$$

حيث تمثل σ الزيادة النسبية في تباين R_{2t} وتعرف كما يلي:

$$\text{Var}_{R1t}^{\text{crise}} / \text{Var}_{R2t}^{\text{pré-crise}} - 1\sigma = ($$

ولاختبار معنوية P^* نختبر صحة إحدى الفريضتين:

$$H_0 : p^* \text{ crise} = p^* \text{ pré-crise}$$

$$H_1 : p^* \text{ crise} \neq p^* \text{ pré-crise}$$

وقد اقترح Biekpe و Collins لاختبار صحة إحدى الفريضتين استخدام توزيع t وهي معرفة كما يلي:

$$t = (p^* \text{ crise} - p^* \text{ pré-crise}) [(n_{\text{crise}} + n_{\text{pré-crise}} - 4) / 1 - (p^* \text{ crise} - p^* \text{ pré-crise})]^{1/2}$$

حيث تمثل $n_{\text{crise}} + n_{\text{pré-crise}} - 4$ درجة الحرية، و الجدول الموالي يبين قيم $p^* \text{ crise}$ و t و $p^* \text{ pré-crise}$.

جدول 3-16: نتائج معاملات الارتباط المصححة و t المحسوبة

المؤشر	$p^* \text{ pré-crise}$	$p^* \text{ crise}$	t القيمة المطلقة	القرار
Cac40	0.5487	0.5920	1.872	H_0 نقبل
Ftse100	0.5321	0.5869	2.38476	H_0 نرفض
Nikkei	0.0811	0.1706	3.96834	H_0 نرفض
Klse	0.0977	0.0712	1.1060	H_0 نقبل
Jkse	0.1349	0.1420	0.11014	H_0 نقبل
Ipc	0.6978	0.6667	1.29579	H_0 نقبل
Merval	0.4435	0.4049	1.6024	H_0 نقبل
Bovespa	0.6047	0.6060	0.055036	H_0 نقبل

المصدر: من إعداد الباحثة.

(*) تم حساب t على درجة حرية 1790

إن فحص النتائج المتوصل إليها يدل عن وجود عدوى نقية بين سوق و.م.أ وإحدى الأسواق المالية الأخرى إذا تم رفض الفرضية العدمية أي أن هناك زيادة معنوية لمعامل الارتباط بعد الأزمة عند درجة إحصائية 1% أو 5% أو 10% واستنادا إلى ذلك فهذا يدل على وجود عدوى نقية بين السوق المالي لـ

و.م.أ والسوق المالي البريطاني والياباني، بينما بالنسبة لباقي المؤشرات فقد تم قبول الفرضية العدمية دلالة على غياب زيادة معنوية لمعامل الارتباط بعد الأزمة عند درجة إحصائية 1% أو 5% أو 10%.

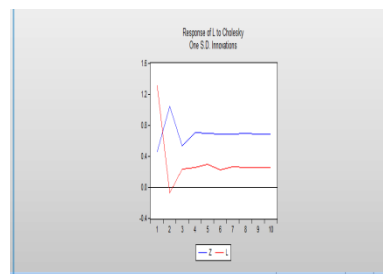
8-دوال الاستجابة

إن اختبارات السببية التي قدمها Granger كشفت عن وجود علاقات مباشرة وأخرى غير مباشرة وهذا ما يدل على حركية متبادلة بين الأسواق. إذ أن باستطاعة كل سوق الاستجابة لأي صدمة من سوق آخر فالتساؤل المطروح يتعلق بمدى سعة رد فعل السوق لهذه الصدمات وما هو الزمن اللازم لاضمحلال أثرها. إن دراسة دوال الاستجابة تمكننا من الإجابة عن هذا التساؤل، وقبل ذلك يجب تقدير نموذج VAR بفترة إبطاء $q=2$ التي تم تحديدها مسبقاً وباستخدام صيغة نموذج الانحدار الذاتي للأشعة في حالة متغيرات متكاملة، اختبار Johansen، أو ما يطلق عليها VECM. وانطلاقاً من تقدير النموذج لكل سوق على حدة يمكن استخلاص دوال الاستجابة لكل مؤشر ونتائج التقدير اعتماداً على برنامج Eviews8. إن معايينة للمنحنيات البيانية تكشف عن استجابة لمختلف الأسواق لصدمة متأتية من السوق الأمريكية وذلك على الفترة الكلية التي جازت إلى 10 فترات والملاحظ أن كل الأسواق قد استجابت للأزمة خلال الفترة 1.

شكل 3-1: دوال الاستجابة للدول المتقدمة



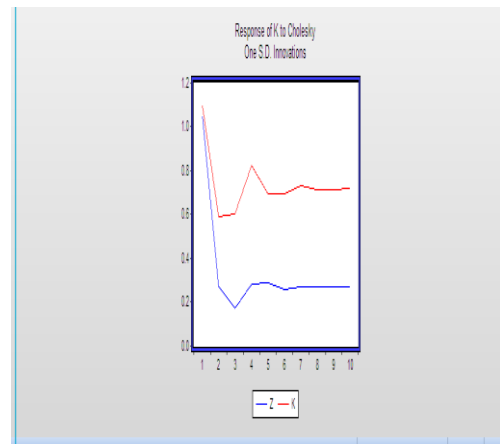
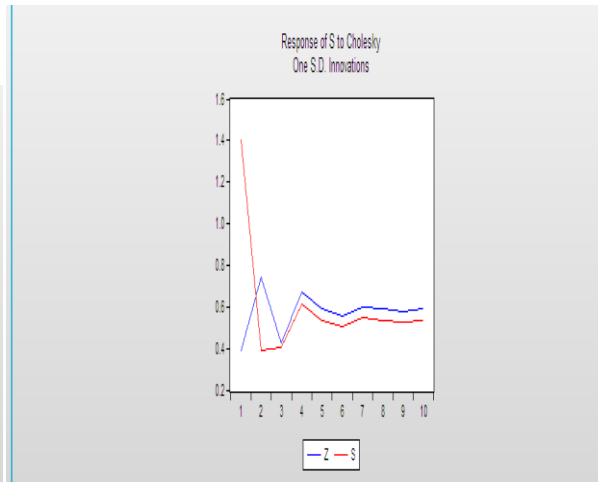
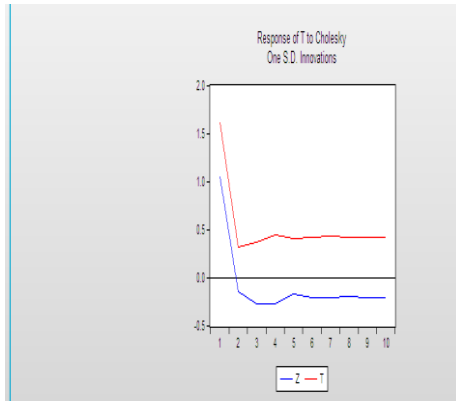
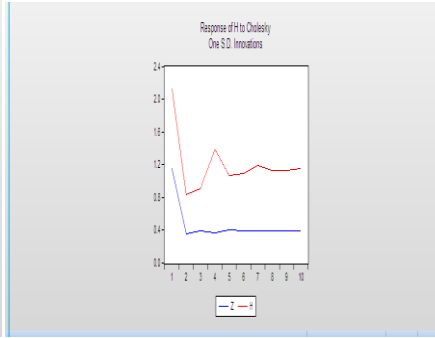
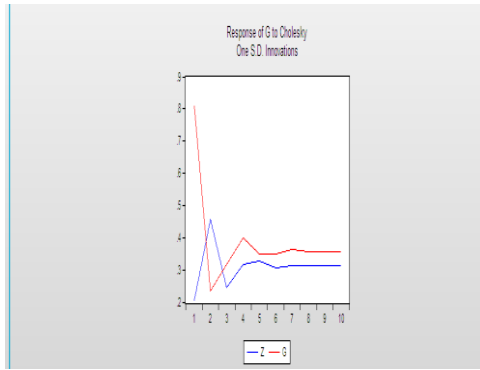
المصدر: من



Eviews8 إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج

إن الأسواق المالية للدول المتطورة تستجيب بشكل ايجابي لصددمات السوق الأمريكية حيث أن سعة استجابة Ftse100 للصددمات هي أطول مقارنة مع مؤشري Cac40 و Nikkei. فبالنسبة لمؤشري Cac40 و Nikkei فأثر الصدمة يبدأ بالاضمحلال ابتداء من منتصف الفترة الثانية مع بقاء استجابة مؤشر Nikkei حتى للفترة 10 بتباين ثابت. أما عن مؤشر Ftse100 فغياب أثر الصدمة يبدأ من منتصف الفترة 5 وهذا ما يؤكد النتائج المتوصل إليها بشأن العدوى النقية بين سوق و.م.أ وسوق بريطانيا وبين سوق و.م.أ وسوق اليابان.

شكل 3-2: دوال الاستجابة في الاقتصاديات الناشئة



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

إن الأسواق المالية للاقتصاديات الناشئة تستجيب هي بدورها للصدمات المتأتية من السوق الأمريكية ولكنها تختلف فيما بينها في الزمن اللازم لاضمحلال أثر الصدمات. فبالنسبة لأسواق أمريكا اللاتينية: البرازيل، الأرجنتين والمكسيك يبدأ غياب هذا الأثر ابتداء من منتصف الفترة الأولى وهذا ما يؤكد لنا عدم وجود علاقة سببية بين هذه الأسواق والسوق الأمريكية وهذا لا ينفي انتقال هذه الأزمة ولكنها لم تؤثر على هذه الاقتصاديات بشكل عميق كحالة الاقتصاديات المتطورة. أما عن الأسواق الآسيوية: فهي تستجيب بشدة لصدمات متأتية من السوق الأمريكية ويبدأ اضمحلال أثر التباين ابتداء من منتصف الفترة

5 بالنسبة لسوق ماليزيا ومن الفترة 5 بالنسبة لسوق إندونيسيا وهذا تم توضيحه في البحث عن علاقات السببية لـ Granger التي أثبتت وجود علاقة سببية بين هذه الأسواق والسوق الأمريكية.

9- تحليل تباين الأخطاء المقدرة

إن تحليل تباين الأخطاء المقدرة تقنية بقياس نسبة تباين الأخطاء المقدرة لعوائد سوق ما التي تفسر بصدمة من سوق آخر على أفق زمني وهي موضحة في الجدول الموالي لكل مؤشر على حدة وقد تقديرها بطبيعة الحال انطلاقاً من نموذج VAR المقدّر.

جدول 3-17: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر S&P500

1	1.405840	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.449722	99.18298	0.050082	0.069953	0.241996	0.308787	0.000812	0.038561	0.101252	0.005575
3	1.578933	97.76734	0.042418	0.064009	1.320602	0.553252	0.031876	0.114741	0.100964	0.004800
4	1.709362	97.41510	0.329545	0.220584	1.228157	0.516006	0.050243	0.137675	0.091921	0.010766
5	1.837768	97.14692	0.296243	0.215972	1.438828	0.601050	0.048902	0.128996	0.108012	0.015073
6	1.933541	97.13865	0.306385	0.211029	1.412230	0.617507	0.049093	0.142811	0.106668	0.015631
7	2.030875	97.23998	0.288118	0.222758	1.343529	0.572761	0.045836	0.159841	0.110309	0.016872
8	2.129609	97.22479	0.330304	0.238988	1.315790	0.561480	0.042750	0.160175	0.109904	0.015817
9	2.219105	97.25031	0.324020	0.238657	1.293021	0.560924	0.040442	0.164786	0.112801	0.015043
10	2.305382	97.27534	0.322437	0.247263	1.273407	0.544145	0.037472	0.172076	0.113418	0.014438

المصدر: المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews

جدول 3-18: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Cac40

Period	S.E.	Z	Y	R	L	G	H	T	S	K
1	1.543932	42.60548	57.39452	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.778601	52.10092	44.51013	2.568820	0.000153	0.549314	0.025403	0.053517	0.191302	0.000445
3	1.894435	54.90844	39.74872	3.365920	0.786323	0.814037	0.049709	0.126851	0.194201	0.005814
4	2.051264	57.80082	35.59227	4.708858	0.686092	0.782828	0.047256	0.125831	0.179070	0.076978
5	2.177406	60.55704	33.20579	4.358883	0.663511	0.789318	0.056767	0.119053	0.180912	0.068727
6	2.306799	62.99248	30.33519	4.709088	0.662177	0.888942	0.056130	0.132171	0.162432	0.061391
7	2.420856	64.63262	28.34980	5.075357	0.628640	0.899674	0.051672	0.137358	0.153533	0.071343
8	2.531776	66.27485	26.63211	5.154175	0.611794	0.922241	0.047694	0.140143	0.146312	0.070688
9	2.637414	67.47484	25.32223	5.265202	0.593295	0.950016	0.044593	0.143422	0.138580	0.067825
10	2.739935	68.56305	24.11208	5.390235	0.581295	0.965457	0.041509	0.145255	0.133069	0.068056

المصدر: المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

جدول 3-19: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Ftse100

Period	S.E.	Z	Y	R	L	G	H	T	S	K
1	1.177227	43.49667	30.07614	26.42719	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.400323	53.20607	26.55415	19.16511	0.001155	0.700378	0.016835	0.124683	0.216534	0.015095
3	1.489935	57.14974	23.59261	16.98246	0.864847	0.948493	0.068567	0.153662	0.215146	0.024472
4	1.589674	61.56846	20.74107	15.38110	0.775916	0.961646	0.070531	0.184945	0.201002	0.115332
5	1.686323	64.61015	18.59455	14.50187	0.763094	0.979227	0.064295	0.177450	0.205883	0.103476
6	1.784731	67.87833	16.62007	13.12871	0.755878	1.079520	0.078715	0.179662	0.186349	0.092776
7	1.866846	70.13112	15.20688	12.27749	0.725348	1.104737	0.079659	0.198089	0.175920	0.100763
8	1.950248	72.15841	13.93597	11.50100	0.712886	1.143816	0.080459	0.202708	0.168918	0.095822
9	2.028068	73.81212	12.88707	10.89199	0.692746	1.175536	0.083412	0.204166	0.161274	0.091696
10	2.104362	75.26199	11.97245	10.34722	0.682025	1.198283	0.084191	0.209282	0.155002	0.089556

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews.

جدول 3-20: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Nikkei

Period	S.E.	Z	Y	R	L	G	H	T	S	K
1	1.484911	2.406529	2.010911	0.360300	95.22226	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.789847	24.86256	2.697889	0.325893	70.98437	0.090473	0.004873	0.262103	0.225423	0.546421
3	1.947548	22.88068	2.322611	0.432979	73.09525	0.285579	0.035308	0.221438	0.211613	0.514541
4	2.102744	22.55738	1.992443	0.372180	73.90331	0.294831	0.033053	0.221242	0.184171	0.441401
5	2.288330	23.69590	2.445250	0.322268	72.30967	0.256918	0.028494	0.214853	0.239207	0.487441
6	2.429279	23.96633	2.285638	0.286511	72.20148	0.320374	0.036269	0.202444	0.220012	0.480944
7	2.559412	24.14396	2.177156	0.259154	72.18338	0.325252	0.035670	0.202460	0.218210	0.454757
8	2.695256	24.35664	2.098585	0.235545	72.09110	0.318688	0.034289	0.195258	0.220586	0.449309
9	2.818691	24.56220	2.064617	0.216107	71.93987	0.329453	0.035844	0.193114	0.215862	0.442934
10	2.936598	24.68372	2.011847	0.199129	71.89688	0.334496	0.035715	0.190525	0.214065	0.433627

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

جدول 3-21: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Klse

Period	S.E.	Z	Y	R	L	G	H	T	S	K
1	0.869353	0.330028	0.853561	0.262693	7.255334	91.29838	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.986596	11.91406	0.689432	0.256581	6.393325	79.21114	0.429759	0.535622	0.000274	0.569815
3	1.048772	11.33800	0.674673	0.397808	6.560701	78.85291	0.505467	1.114905	0.005582	0.549958
4	1.162275	10.10020	0.630903	0.331782	6.147580	81.00986	0.415275	0.908569	0.004643	0.451187
5	1.248420	10.77973	0.604232	0.288182	6.479097	79.91514	0.486136	0.983033	0.004039	0.460409
6	1.318724	10.97037	0.545269	0.281186	6.416218	79.76371	0.501045	1.099107	0.006694	0.416402
7	1.392985	10.82894	0.502179	0.259488	6.354028	80.16817	0.475547	1.024830	0.006099	0.380718
8	1.462814	10.88508	0.456309	0.250789	6.420312	80.09217	0.491894	1.038871	0.005739	0.358825
9	1.527487	10.95058	0.418499	0.237617	6.408180	80.09031	0.493780	1.057706	0.005829	0.337497
10	1.590431	10.95269	0.388974	0.225658	6.407389	80.17487	0.487629	1.038282	0.005750	0.318757

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

جدول 3-22: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Merval

Period	S.E.	Z	Y	R	L	G	H	T	S	K
1	2.409617	19.89975	1.405518	1.139057	0.112298	0.042347	77.40103	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.586433	19.38194	1.228646	0.989338	0.130846	0.219489	77.98649	0.012626	0.025455	0.025160
3	2.777755	21.23592	1.152228	0.871338	0.167982	0.190917	76.13573	0.197659	0.026405	0.021814
4	3.121384	19.48190	1.188331	0.944295	0.211206	0.155499	77.82105	0.156669	0.021419	0.019632
5	3.339425	19.92878	1.101887	0.885577	0.184748	0.172731	77.53439	0.146954	0.026657	0.018273
6	3.534581	20.29329	1.071356	0.828545	0.171080	0.154400	77.25447	0.182355	0.026542	0.017964
7	3.751155	20.04566	1.016327	0.805284	0.154073	0.138857	77.62926	0.168251	0.025422	0.016871
8	3.941129	20.11561	0.998523	0.781533	0.142358	0.131515	77.62534	0.162959	0.025817	0.016344
9	4.119014	20.21129	0.975176	0.758600	0.133835	0.120861	77.58800	0.169655	0.026325	0.016257
10	4.297077	20.19041	0.954781	0.743346	0.124582	0.112830	77.66760	0.165140	0.025814	0.015501

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

جدول 3-23: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Bovespa

Period	S.E.	Z	T	R	L	G	H	I	S	K
1	2.069389	38.92297	0.143771	0.872489	0.013548	0.164308	5.295241	54.58767	0.000000	0.000000
2	2.227831	38.04221	0.137820	1.521324	0.065812	0.945109	5.325925	53.71555	0.237020	0.009231
3	2.404551	38.38380	0.118464	1.581340	0.446105	0.869365	5.558334	52.70785	0.230733	0.104019
4	2.656056	36.97464	0.229190	1.667106	0.406821	0.738739	5.569981	54.13113	0.194506	0.087885
5	2.865207	37.74641	0.197451	1.865568	0.429379	0.792683	5.539051	53.12212	0.230669	0.076665
6	3.034214	37.50808	0.189910	1.918420	0.418257	0.733229	5.644593	53.27828	0.224731	0.084505
7	3.205946	37.41281	0.173649	1.930259	0.388517	0.667724	5.674228	53.45750	0.219537	0.075785
8	3.373507	37.49140	0.172345	2.020754	0.369389	0.635340	5.684735	53.33607	0.221163	0.068808
9	3.527216	37.44651	0.164572	2.051247	0.359166	0.604401	5.720402	53.36745	0.220758	0.065497
10	3.675093	37.43326	0.158075	2.079603	0.347372	0.573858	5.739906	53.38776	0.219234	0.060936

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

جدول 3-24: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Jkse

Period	S.E.	Z	T	R	L	G	H	I	S	K
1	1.515529	0.636679	1.892437	0.431057	8.825818	7.413989	1.211926	0.796708	78.79138	0.000000
2	1.724360	8.690147	1.512999	0.348744	7.632098	6.463778	1.884772	2.456894	70.99208	0.018490
3	1.835339	7.879091	1.342718	0.357067	7.528750	6.523017	1.835105	2.694756	71.67723	0.162267
4	2.052646	7.315680	1.074143	0.286152	7.305243	6.266438	1.853364	2.418073	73.35110	0.129809
5	2.212140	7.596422	1.170440	0.248975	7.386903	6.359953	1.993425	2.787328	72.34354	0.113018
6	2.339966	7.606167	1.073374	0.225057	7.240222	6.305546	1.993332	2.869539	72.57212	0.114643
7	2.481529	7.479509	0.971059	0.200138	7.204387	6.241935	2.015097	2.844104	72.93881	0.104956
8	2.610977	7.496853	0.914977	0.183095	7.184551	6.258791	2.061372	2.946698	72.85487	0.098797
9	2.730249	7.492115	0.874746	0.167520	7.141689	6.239540	2.070080	2.984815	72.93435	0.095150
10	2.847602	7.462907	0.825938	0.154137	7.121020	6.216155	2.085699	3.002659	73.04054	0.090942

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

جدول 3-25: تحليل تباين الأخطاء المقدرة لمؤشر Ipc

Period	S.E.	Z	T	R	L	G	H	T	S	K
1	1.489694	50.19246	0.641213	0.014456	0.042566	0.351122	1.263824	4.912984	0.041511	42.53987
2	1.620772	49.04917	0.659141	0.050484	0.487397	0.436328	1.473880	5.175797	0.078188	42.58961
3	1.745166	49.10695	0.598172	0.068265	1.067241	0.376980	1.576523	5.396197	0.068899	41.74077
4	1.933692	48.12317	0.509620	0.057120	0.901815	0.369053	1.528595	5.253485	0.056558	43.20059
5	2.090411	48.43221	0.457464	0.105200	1.032896	0.320358	1.584874	5.358301	0.049240	42.65946
6	2.214311	48.33332	0.417906	0.099384	1.010198	0.285513	1.635086	5.468283	0.043897	42.70641
7	2.342747	48.20636	0.374964	0.096936	0.953311	0.258958	1.634445	5.443093	0.040308	42.99162
8	2.467472	48.25301	0.355881	0.103683	0.933515	0.233830	1.656183	5.494221	0.036344	42.93334
9	2.580805	48.21095	0.332506	0.103343	0.915564	0.213845	1.675984	5.531852	0.033570	42.98238
10	2.690988	48.18503	0.311217	0.104645	0.898484	0.197503	1.682533	5.537759	0.031192	43.05164

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على برنامج Eviews8.

إن قراءة لهذه الجداول تقودنا إلى قراءة مفصلة لكل مؤشر على حدة على النحو الآتي:

- بالنسبة لمؤشر S&P500 إذ يلاحظ أنه على طول الفترة 10 أن تباين الأخطاء المقدرة تفسر ما يقرب 97% من التقلبات في سعر مؤشر S&P500 بينما أنها تفسر 100% خلال الفترة 1 بينما 99.18% خلال الفترة 2 أما عن مساهمة باقي الأسواق في تفسير هذه التقلبات فهي تبقى ضعيفة جداً تكاد تكون مهملة وهذا ما يدل أن السوق الأمريكية هي سوق مستقلة بذاتها عن الأسواق الأخرى.
- بالنسبة لمؤشر Cac40 تفسر التقلبات في مؤشر Cac40 ما يعادل 57.39% بالصدمات المتأتية من السوق نفسها و 42.60% بالصدمات المتأتية من السوق الأمريكية وذلك خلال الفترة الأولى. وعلى طول الفترات الأخرى فأن تباين الأخطاء المقدرة يفسر الصدمات من مؤشر Cac40 على

نحو 44.51% والتي تأخذ بالانخفاض بعد ذلك لتصل في الفترة 10 24.11% وعلى العكس من ذلك تماما فإن الصدمات المتأتية من السوق الأمريكية فهي تزداد مع الزمن من 52.1% خلال الفترة 2 إلى 68.56% خلال الفترة 10 أي المعلومات الواردة من هذه السوق قد أدت إلى زيادة في تقلبات أسعار المؤشر وقد تم التحقق من ذلك من خلال نماذج GARCH. أما عن باقي الأسواق فمساهمتها كانت ضئيلة ماعدا مؤشر Ftse100 من 2.56% خلال الفترة 2 لتصل إلى 5.39% خلال الفترة 10 ومع ذلك تبقى متواضعة جدا بالمقارنة مع السوق الأمريكية.

- بالنسبة لمؤشر Ftse100 إن تباين الأخطاء يفسر انطلاقا من ثلاثة أسواق رئيسية: S&P500، Ftse100 و Cac40 خلال الفترة 1 فإن التباين يفسر على النحو 26.42% من صدمات السوق نفسها والتي تأخذ بالانخفاض تدريجيا من 19.12% خلال الفترة 2 إلى 10.34% خلال الفترة 10، أما مؤشر Cac40 فيفسر ما يقرب 30.07% من التباين كصدمات متأتية من سوقه التي تأخذ فيما بعد نفس الوتيرة بالانخفاض من 26.55% خلال الفترة 2 إلى 11.97% خلال الفترة 10. وأخيرا فإن مؤشر S&P500 فهو يفسر 43.49% من التباين غير أن هذه النسبة تزداد مع الفترات من 53.20% خلال الفترة 2 إلى 75.26% خلال الفترة 10 وهي أكبر بالمقارنة مع تفسيره لتباين مؤشر Cac40 لما تم استخلاصه فيما يخص العدوى النقية بين السوق الأمريكية والسوق البريطانية.

- بالنسبة لمؤشر Nikkei يفسر تباين الأخطاء المقدرة أساسا من ثلاثة أسواق: Nikkei، Cac40 و S&P500. خلال الفترة 1 فإن التباين يفسر أساسا من صدمات السوق نفسه بمعدل 95.22% والذي بعد يأخذ بالانخفاض نسبيا، أي يبقى مرتفعا مقارنة مع مؤشري Cac40 و S&P500، من 72.18% خلال الفترة 2 ثم ليعاود الارتفاع من جديد ليصل إلى 71.83% وذلك خلال الفترة 10 أما عن مؤشر Cac40 فهو يسهم في تفسير ما نحو 2.01% خلال الفترة 1 ثم ليأخذ في الانخفاض والارتفاع مع بقاءه تقريبا في نفس المستوى أي 2.01% خلال الفترة 10. وأخيرا فإن مؤشر S&P500 فيفسر ما مقداره 2.40% من التباين خلال الفترة 1 ثم ليأخذ بالتزايد ليصل إلى 24.68% مع بقاء دوما مساهمة الأسواق الأخرى ضئيلة في تفسير تباين الأخطاء المقدرة.

- بالنسبة لمؤشر Klse يفسر تباين الأخطاء المقدرة أساسا من ثلاثة مؤشرات رئيسية Klse، Nikkei و S&P500، إذ أن التباين يفسر 91.29% من صدمات المؤشر نفسه والذي ينخفض ليصل في الفترة 10 إلى 81.17% وهي نسبة مرتفعة. بينما مؤشر S&P500 فهو يفسر ما يقرب 0.33% من التباين خلال الفترة الأولى ثم لتأخذ بالارتفاع لتصل إلى 10.95% خلال الفترة 10 أما عن مؤشر Nikkei فهو يفسر نحو 7.25% خلال الفترة الأولى ولكن لينخفض فيما بعد ليصل إلى 6.40% خلال الفترة 10.

- بالنسبة لمؤشر Merval يفسر التباين من مؤشرين Merval و S&P500، إذ يفسر التباين ما نسبته 77.40% وهي نسبة ثابتة تقريبا على طول الفترات وعلى النحو نفسه فإن مؤشر S&P500 يفسر

19.89% وذلك خلال الفترة 1 ولترتفع فيما بعد هذه النسبة نسبيا 20.29% وتبقى ثابتة على طول الفترات مع بقاء دوما مساهمة باقي الأسواق الأخرى ضعيفة.

- بالنسبة لمؤشر Bovespa يظهر أن التباين يفسر أساسا من مؤشري Bovespa و S&P500 فمؤشر Bovespa يفسر 54.58% من التباين خلال الفترة 1 وتبقى هذه النسبة ثابتة نسبيا في باقي الفترات بما مقداره 53%، أما عن مؤشر S&P500 فهو يفسر 38.92% ويسلك نفس سلوك مؤشر Bovespa وتبقى ثابتة بنسبة 37%.
- بالنسبة لمؤشر Jkse يفسر التباين أساسا من مؤشرات Jkse، Merval، Klse و S&P500 وعموما يفسر التباين بنسبة أكبر لمؤشر Jkse أي 78.79% لتتخفض فيما بعد لتصل إلى 73.04% خلال الفترة 10. أما مؤشر Merval فقد فسر 1.21% من التباين وهي نسبة ضعيفة ولكن ترتفع نسبيا خلال الفترة 10 لتصل إلى 2.08% بينما مؤشر Klse فقد أسهم ما مقداره 7.41% لتتخفض بعد ذلك النسبة لتصل إلى 6.21% خلال الفترة 10 وأخيرا فإن مؤشر S&P500 فهي متواضعة جدا مقارنة مع الأسواق الأخرى فهي لا تتعدى 0.63% ثم لتعاود الارتفاع لتصل إلى 7.46% خلال الفترة 10.
- بالنسبة لمؤشر Ipc يفسر التباين أساسا من المؤشر نفسه و S&P500 الذي يفسر ما يعادل 50.19% من التباين ثم لينخفض نسبيا ليصل إلى 48.18% أما مؤشر Ipc فقد فسر في أغلب الأحوال ما مقداره 42% من التباين.

إن هذه النتائج المتوصل إليها تعكس حقيقة النتائج السابقة والفرضيات الموضوعية فيما تعلق بعلاقات السببية بين السوق الأمريكية والأسواق الأخرى والتي أكدت أيضا حركية التذبذب في الأسعار بين الأسواق.

خلاصة الفصل الثالث

إن الدراسات والأدبيات المتراكمة للسنوات الأخيرة قد بينت أن استقرار مؤشرات الاقتصاد الكلي والتحرير المالي أصبحت غير كافية لتنمية القطاع المالي وتحفيز النمو الاقتصادي إذ أصبح يرتبط ارتباطا وثيقا بإصلاحات مؤسساتية جذرية. فالعديد من الاقتصاديين والباحثين يفسرون على أن الاختلاف في معدلات نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي هو راجع في الأساس لإدارة الحكم وجودة المؤسسات، فالنمو يزداد عندما تمارس المؤسسات وظائفها بشكل جيد وعلى العكس من ذلك تماما عندما تكون غير فعالة ويحدث ذلك بطبيعة الحال بإرساء القواعد والمعايير والسياسات الضرورية لذلك كاحترام حقوق الملكية، الشفافية، المساواة وغيرها ويرجع في ذلك إلى دور الحكومات في ضمان واحترام القواعد التي بالأداء السليم للمجالين المالي والحقيقي على حد سواء.

لقد كشفت الدراسة وأشارت إلى مجموعة من النتائج واختبار لفرضيات لأثر الحكم على النمو الاقتصادي نوجزها فيما يلي:

- وجود أثر ايجابي لإدارة الحكم على النمو الاقتصادي لمجموع الدول محل الدراسة؛

- يظهر أن فعالية أداء الحكومات الأكثر تأثيراً وتفسيراً للنمو الاقتصادي حيث يفوق أثرها ذلك الخاص بأثر تنمية القطاع المالي على النمو الاقتصادي؛
- نتج عن عملية التحرير المالي تحسين أداء المؤسسات ولكن ذلك قد عمل على خلق بؤراً للفساد المالي وأشكاله؛
- تعمل الحكومات جاهدة في المضي قدماً نحو تقوية و تعزيز الإطار المؤسسي لحماية الحقوق و مواجهة و تخفيضه إلى مستويات متدنية؛
- تعاضد ظاهرة الانفصال ما بين دائرتي العمليات المالية والإنتاجية مما يكون له الأثر في تعميق ظاهرة الفساد وبالتالي استنزاف الموارد المالية.

إن استعراض مجموعة من الدراسات السابقة لا تقدم أية مسار معين للدول التي اتخذت طريقاً نحو التحرير المالي والخيار الأفضل يبقى في وضع مؤسسات وتوفير محيط ملائم قبل البدء في عملية التحرير المالي التي تسهم بدورها في استيراد أفضل الممارسات وتحسين نوعية المؤسسات الوطنية، ومما لاشك فيه فمختلف التدابير النوعية المؤسسية ترتبط بوجود إطار قانوني وتنظيمي وانخفاض مستويات الفساد المالي ومزيداً من الشفافية والإفصاح والإدارة الجيدة للشركات.

إن دراسة أثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات الدول الناشئة والصناعية، فقد امتد أثر الأزمة إلى دول الاتحاد الأوروبي كفرنسا وبريطانيا رغم التوقعات التي سادت بعدم تأثرها بالأزمة إلا أن الدراسة قد كشفت خطأ هذه التوقعات خاصة مع انخفاض أسعار العقارات في أوروبا، وتراجع معدلات النمو الاقتصادي، وارتفاع معدلات التضخم والبطالة.

وعلى النحو نفسه فقد تأثرت الدول الآسيوية تأثراً بالغاً بما حدث في الأسواق الأمريكية وعلى رأسها اليابان وماليزيا حيث سجلت خسائر معتبرة في أسواقها المالية، وعلى العكس من ذلك فأسواق أمريكا اللاتينية لم تتأثر بشكل عميق بالأزمة. فالجدير بالذكر فبالرغم من اختلاف النتائج المتوصل إليها فإنه يصعب في مثل هذه الظروف، الارتباط بين الأسواق وسيطرة رأسمال الوهمي وتفتشي ظاهرة الفساد بأشكاله، دفع أسواق هذه الاقتصاديات لجعلها أكثر كفاءة وتخصيصاً للموارد نحو الاستثمارات المنتجة.

**الفصل الرابع: عرض الإصلاحات الاقتصادية وتطور
السوق المالي في الجزائر للفترة 2009-2013**

مقدمة الفصل

مما لا شك فيه أن سياسة التنمية منذ الاستقلال إلى غاية 1989 كانت تقتقد إلى إستراتيجية واضحة أضحت غير فعالة وغير مثمرة وذلك لغياب مشروع سياسي للمجتمع من شأنه السير الحسن في طريق العمل التنموي الذي حمل في طياته تضارب المبادرات الفردية للمسؤولين، وهي أخطاء ناتجة عن قصر النظر السياسي أدت إلى تراكم أزمة سياسية، اقتصادية، اجتماعية وسياسية.

لعل سنة 1986 لخير دليل على اشتداد الأزمة خاصة بعد انهيار أسعار البترول وتداعياتها على أسعار الغاز الطبيعي وأسعار المواد الأولية جعل الجزائر في وضعية حرجة إذ أربكت كل مخططات الدولة والحكومة خصوصا بعد انخفاض معدلات النمو وتقشي البطالة وتفاقم المديونية الخارجية جعل المخرج من الأزمة صعبا مما أدى إلى انفجار الغضب الشعبي في أكتوبر 1988.

ولهذا فإن الجزائر انتهجت كسائر الدول النامية الأخرى إلى تبني برامج التكيف والتثبيت الهيكلي المفروضة من قبل المؤسسات المالية الدولية لأجل استعادة التوازنات المالية الكبرى والإعداد للعمل وفق آليات السوق وتخلى الدولة عن زمام الأمور.

على ضوء ما سبق، فقد ارتأينا في هذا الفصل إلى عرض مختلف الإصلاحات الاقتصادية والمالية المتبناة من قبل السلطات الجزائرية للتوجه نحو اقتصاد السوق في المباحث التالية:

- المبحث الأول: مقومات وحيثيات الإصلاح في الجزائر.
- المبحث الثاني: مضمون الإصلاحات الاقتصادية.
- المبحث الثالث: الإصلاحات في الجهاز المصرفي.
- المبحث الرابع: نشأة وتحليل واقع بورصة القيم المنقولة في الجزائر للفترة (2009-2013).

المبحث الأول: مقومات وحيثيات الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر

ليست هي أول مرة يطرح فيها موضوع إعادة تنظيم الاقتصاد، منذ الاستقلال سنة 1962 ومنذ انطلاق العمل التنموي 1967، بما يتوافق مع السياسة الاقتصادية المراد انتهاجها من قبل السلطات المتمثلة في الدولة بدءا من نمط التسيير الذاتي والشركات الوطنية سنة 1963 إلى نظام الشركات التي يندرج فيها تنظيم علاقات إنتاجية في إطار سياسة الخصخصة.

ففي الأدبيات الاقتصادية حصر دور الدولة في ظل اقتصاديات السوق وهذا يعني أن التدخل الحكومي يجب أن تقتصر على معالجة بعض من مظاهر فشل السوق وبالرغم من ذلك فإن هناك من يشير إلى أن التدخل الحكومي قد لا يكون مبررا في كل حالات الفشل لأنه يتطلب استخدام موارد نادرة ومن ثم فإنه ينتج عنه تكاليف.

أولا: القيم الجوهرية للإصلاح

تشير الخبرة الواسعة لمركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) أن سر نجاح الإصلاحات يكمن في إدراك الروابط العميقة بين الأسواق التي تحكمها آليات واضحة فالحكم الرشيد والديمقراطية فكلهما يرتكزان على نفس المجموعة من القيم الجوهرية، ويستدعيان هيكليا لحكم رشداً شاملاً وحيداً يسهل التزام مجتمع الأعمال بالإصلاحات.

إن القول بأن عالم الأعمال التجارية يمثل كيانا متسعا وشديد البطء في تقبل التغيير، وهو قول مردود عليه، إذ أن هناك، فعليا، أكثرية من المصالح الشرعية التي غالبا ما لا يتم تمثيلها في العملية السياسية وهذا واقع الحال في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. لذلك فالإصلاحات التي تساعد على بناء اقتصاديات السوق تعزز أيضا المؤسسات الديمقراطية وتحتّم سيرهما معا دون الفصل بينهما كونهما يمثلان بشكل أساسي وجهي عملة واحدة وبالتالي فإن الإصلاحات المجدية تستدعي الابتعاد عن الحكومات الاحتكارية التي تطوق القوى السياسية والاقتصادية³³².

1- الإصلاح الحكومي

لقد ساد شعور في معظم دول العالم في الآونة الأخيرة بأن التدخل الحكومي قد زاد عن الحدود المسموح بها في ظل اقتصاد السوق. ومن ثم ظهرت دعاوى بضرورة تحقيق إصلاح حكومي يشمل حتى الدول الصناعية الكبرى، والهدف منه هو التقليل من التدخل الحكومي وتفعيل السوق للوصول إلى توليفة مثلى تحقق الكفاءة الاقتصادية والعدالة الاجتماعية. وقد ظهرت مناقشات حول الإصلاح الحكومي في أربعة محاور رئيسية.

1-1- الإصلاح في حجم النشاط الحكومي

لقد زاد حجم الحكومات في دول اقتصاد السوق الصناعية بمعدل كبير منذ نهاية القرن 19. ففي عام 1870، شكلت نسبة الإنفاق العام إلى الناتج الإجمالي في هذه الدول حوالي 8.3 % في المتوسط وتزايدت إلى أن وصلت 44.8 % عام 1990 ثم 47.2 % عام 1994³³³. وهناك من أشار بأن نمو حجم الحكومات كان مصحوبا بتحسين في مستوى التعليم، الصحة والتدريب وغيرها من الجوانب الاجتماعية حتى عام 1960. ومنذ 1960 إلى غاية يومنا الحالي فإن الزيادة في نمو حجم الحكومات لم يسفر عن زيادة جوهرية في المكاسب الاقتصادية والاجتماعية، ولذا فقد كان من الممكن الاستغناء عن التوسع في الحجم دون خسارة تذكر على الجانبين الاقتصادي والاجتماعي وذلك في نقطتين³³⁴:

- أن الزيادة في التدخل الحكومي منذ ذلك التاريخ لم تكن بسبب التوسع في الاستثمار في مجالات الصحة والتعليم وإنما بسبب الإعانات والمدفوعات التمويلية. فحتى عام 1990 كانت نسبة الإعانات والمدفوعات التمويلية من الإنفاق الحكومي بدول اقتصاد السوق الصناعية تتراوح بين 40-55 % في المتوسط.

³³² أنا فاغرو دكيوفيتش (2008)، تحديات الإصلاح الاقتصادي في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، صادرة عن CIPE، ص2.

³³³ Tanzi.V et al (1996) , *Reforming Government in Industrial Countries*, Finance and Development, p2

³³⁴ Tanzi.V et al, op .cit, p3

- من الملاحظ أن أداء اقتصاديات الدول الصناعية ذات الحكومات صغيرة الحجم لم يكن أقل بل أفضل من أداء اقتصاديات الدول الصناعية ذات الحكومات كبيرة الحجم³³⁵.

2-1- الإصلاح في درجة المركزية

يشير البعض إلى أن هناك تماثلاً بين سلوك الحكومة المركزية كوحدة وسلوك المؤسسة الاحتكارية في القطاع الخاص، فإذا كانت المؤسسة الاحتكارية تسعى إلى تعظيم ربحها فإن الحكومة المركزية تسعى إلى تعظيم إيراداتها من خلال زيادة درجة التدخل في الشؤون الاقتصادية. وبهذا فإننا نعني بلا مركزية الحكومة³³⁶ ولا مركزية الإيرادات ولا مركزية الإنفاق.

وفي هذا السياق، حاولت إحدى الدراسات لكل من D.Jouflan و M.Marlow سنة 1990 اختبار أثر اللامركزية الحكومية على حجم القطاع الحكومي. واستخدمت هذه الدراسة بيانات قطاعية عن الحكومات الفيدرالية في و.م.أ 50 ولاية وحكومات محلية بين عامي 1981-1983 ولقد تم الاعتماد على معيارين لقياس درجة اللامركزية أولهما فهو نسبة الإنفاق الحكومي للولاية مضافاً إليه الإنفاق الحكومي للمحليات إلى الإنفاق الحكومي الكلي للولاية متضمناً الإنفاق الفيدرالي، وثانيهما فهو يتمثل في عدد حكومات المحليات بالإضافة إلى حكومة الولاية. واتضح من خلال هذه الدراسة أن اللامركزية في الإنفاق الحكومي على علاقة عكسية وجوهية مع حجم الحكومة، وهو ما يعني أن لامركزية الإنفاق الحكومي قد ترشد. ولكن هناك من يشير إلى بعض المخاطر التي يمكن أن تحدث نتيجة ما يسمى باللامركزية المالية البحتة وأبرزها³³⁷:

- عدم التماثل في توزيع الدخل؛
- خلق نوع من الثنائية الاقتصادية قد تؤدي اللامركزية المالية إلى تركيز النمو في الأقاليم الغنية دون الأقاليم الفقيرة داخل المجتمع الواحد؛
- زيادة درجة عدم الاستقرار الاقتصادي؛

³³⁵ في هذا السياق، الدراسة التي قام بها Tanzi وزملائه بتقييم حكومات دول الاقتصادات الصناعية إلى ثلاث أحجام:

- حكومات كبيرة الحجم نسبة إنفاقها تفوق 50% من الناتج المحلي عام 1990 وهي تضم بلجيكا، إيطاليا، هولندا، النرويج والسويد.
- حكومات متوسطة الحجم نسبة إنفاقها بين 40%- 50% من الناتج المحلي عام 1990 وتشمل كلا من النمسا، كندا، فرنسا، ألمانيا، نيوزيلندا وإسبانيا.

- حكومات صغيرة الحجم نسبة إنفاقها تقل عن 40% وتضم استراليا، اليابان، سويسرا، المملكة المتحدة والولايات المتحدة.

³³⁶ تتمثل اللامركزية في إتاحة الفرصة للحكومات المحلية لتحصيل الضرائب وتتولى الإنفاق المحلي دون تقييد المبالغ المحولة من الحكومة المركزية.

³³⁷ Prud et al (1995), *The Dangers of Decentralization*, The World Bank Research Observer, Vol 10, pp 201-226.

- عدم الكفاءة في الإنتاج قد توجد بعض الخدمات التي تتمتع بموفرات الحجم الكبير وقد يكون من الأوفر اقتصاديا أن يتم إنتاجها على أساس مركزي.

1-3- الإصلاح الاقتصادي

عانت اقتصاديات السوق من العديد من مظاهر الاختلال الاقتصادي كعجز الموازنة الحكومية وعجز ميزان المدفوعات وارتفاع معدلات البطالة والتضخم. وفي هذا الشأن، ظهرت العديد من الأصوات بضرورة تبني برامج إصلاح اقتصادي يتم بمقتضاها تقليص دور الحكومة في ملكية وإدارة الموارد وزيادة الدور الذي يلعبه القطاع الخاص. وانتقلت هذه الدعوة إلى كثير من الدول النامية وحتى الدول الاشتراكية وتركزت الدعوة للإصلاح حول عنصرين هما تصحيح الأسعار والخصخصة.

ولقد كانت العديد من اقتصاديات الدول النامية والمتطورة³³⁸ سباقة إلى برامج الإصلاح الاقتصادي، وبما قد تكون الدول النامية أحوج بهذه البرامج بما قد يتفق مع ظروفها؟ وهنا يطرح السؤال حول رغبة أو فرض منهاجا معينا على الدول النامية بتبني هذه الإصلاحات بفرض من صندوق النقد الدولي بما يسمى بالتثبيت والإصلاح الهيكلي والذي سوف يكون محور الدراسة اللاحقة.

1-4- الإصلاح المؤسسي

ويتضمن الدعوة إلى إصلاح حكومي من خلال ما تسمى بتصحيح المؤسسات إذ يتعين على الدول النامية إصلاح البيئة المؤسساتية وإصلاح مؤسسات الحكم.

أ- إصلاح البيئة المؤسساتية

تتمثل البيئة المؤسساتية في مجموعة القواعد السياسية والاجتماعية والقانونية التي يتأسس عليها الإنتاج والتبادل والتوزيع داخل المجتمع ومن أمثلتها المبادئ التي تحكم الانتخابات، حقوق الملكية وحقوق التعاقد. ويعد الدستور أحد مكونات الأساسية البيئة المؤسساتية وليس المقصود هنا بالدستور النصوص التي يحتوي عليها فهو قد يكون مكتوبا أو متعارفا عليه³³⁹.

وقد يكون الدستور فعالا أو غير فعال فدساتير الدول الشيوعية سابقا لم تلعب أي دور في تنظيم الحياة السياسية لهذه الدول. ويتكون الدستور بالدول التي يوجد بها تقليدا دستورية من مجموعة من الأحكام

³³⁸ بدأت إنجلترا عام 1977 أولى خطوات الخصخصة وذلك بعرض شركة البترول البريطانية ، ثم عام 1981 عرضت شركة الطيران البريطانية للخصخصة ثم توالى العروض بعد ذلك لشركات المياه والكهرباء.

³³⁹ وكمثال فاستقلال البنك المركزي في و.م.أ ليس منصوبا عليه في الدستور وإنما هو أمر معمول به.

القضائية التي عدلت القوانين العامة بما يتلاءم مع ظروف المجتمع، ولم تكن موجودة وقت صياغة هذه القوانين العامة فالدستور في خدمة المجتمع وليس العكس³⁴⁰. وتتكون الحقوق الدستورية من ثلاثة أنواع: الحقوق السياسية والمدنية، الحقوق الاجتماعية والحقوق الاقتصادية. فبالنسبة للنوع الأول نعني به حرية التعبير والمساواة في المشاركة السياسية، أما الحقوق الاجتماعية فهي تتضمن حق العمل وحق الحصول على دخل عادل وحق التعليم والرعاية الصحية، وحق التمتع بمنافع برامج الرفاهية. أما الحقوق الاقتصادية فهي تحتوي على حق الملكية، وحق التبادل وحق التعاقد.

ومن الواضح أن كفالة الحقوق الدستورية تؤثر على الأداء الاقتصادي للمجتمع بجانبه الكفاءة الاقتصادية والعدالة الاجتماعية. ومن ناحية أخرى، تكثيف الديمقراطية عن أوجه الفساد المختلفة ما يساعد بالقضاء عليها وما يكفل بالتحسين الدخل لصالح الطبقات الفقيرة من خلال المساعدة في مجالات الصحة، التعليم والتوظيف³⁴¹.

ب- إصلاح مؤسسات الحكم

من المعروف أن مؤسسات الحكم هي التي تتولى وضع وتنفيذ القواعد بما يضمن تحقيق الاستقرار والمصادقية وما يمكن في رسم خططا تنموية طويلة الأمد.

ومن ثم فإن قوة التأثير السياسي للحكومة ومؤسساتها مهمة جدا في عملية الإصلاح، إذ يعتمد ذلك على مقدرة الحكومة على حشد تأييد سياسي من قبل الرأي العام لهذا البرنامج وتحجيم دور المعارضة. فأى إصلاح اقتصادي لابد أن يظهر له معارضون سواء على المستوى الفكري أو السياسي أو الاقتصادي. فالجمع بين هذه الرغبات برر طبيعة الديمقراطية، فقد أثبتت التجربة أن الحكومات ذات الديمقراطية الضعيفة تسعى دوما وراء إرضاء الناخبين ليعاد انتخابها، عادة لا تكون قادرة على إقناع الجماهير وتحمل تكاليف القصيرة الأمد للإصلاح. أما الحكومات التي تقوى على حماية برامج الإصلاح الاقتصادي فهي الحكومات الديمقراطية القوية التي يمكنها إقناع الجمهور بضرورة تحمل تكاليف الإصلاح.

ومن المتوقع أن يؤثر عدم الاستقرار السياسي سلبا على النمو الاقتصادي لأسباب عديدة³⁴²:

³⁴⁰ عبد القادر محمد (1999)، اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية، ص 208.

³⁴¹ مرجع سبق ذكره، ص 224.

³⁴² Fosu.A.K (1992), *Political Instability and Economic Growth*, Economic Development and Cultural Change, Vol 40, pp 821-841.

- يؤدي عدم الاستقرار السياسي إلى ارتفاع معدل المخاطرة مما يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية؛
- يؤدي إلى هجرة العقول بحثا عن فرصا اقتصادية أفضل ما يؤثر على نوعية العمالة المحلية؛
- يحول دون تحقيق استمرارية النمو بسبب فجوات التقطع التي تحدثها الانقلابات المتكررة ما يفقد المجتمع المزايا المحققة من الدفع الذاتي.

2-برامج التثبيت والتكيف الهيكلي

إن برامج التثبيت والتكيف الهيكلي هي حصيلة تفاعل عدة عوامل وأفكار وآليات دولية ومحلية ولذلك فإن أهدافها الحقيقية تختلف باختلاف المدارس الفكرية، السياسية والاقتصادية وتختلف من قبل المؤسسات المالية الدولية أو من وجهة حكومات الدول النامية.

يتعين، الآن، عرض هذا الخطاب الرأسمالي الذي صاغته المؤسسات المتخصصة في مشاريع التكيف الهيكلي ليس لحل أزمة المديونية والتنمية في العالم النامي ولكن كعوامل لإستراتيجية عالمية جديدة البعد لتكييف تلك البلدان وتهيئتها للظروف والتحولات الجديدة في الاقتصاد العالمي.

2-1-برنامج التثبيت الهيكلي

اعتمد صندوق النقد الدولي في وضع وصفته، التثبيت الهيكلي، وفقا لرؤية الرأسمالية الجديدة للاختلال الخارجي عجز ميزان المدفوعات الذي يعكس وجود فائض³⁴³ في الطلب وبالتالي فإن سياسة الصندوق تهدف إلى خفض التضخم واستعادة قدرة العملة المحلية على التحويل وتجديد خدمة الدين من خلال إجراءات تهدف إلى تقليل النفقات. ومن هنا فالانكماش هو جوهر البرنامج ويتمحور حول ما يسمى بإدارة الطلب الذي يهدف إلى خفض معدل نمو الطلب المحلي بإتباع سياسات محددة³⁴⁴.

أ-سياسة التخفيض من حدة الموازنة العامة

يمكن إيجاز السياسات الخاصة بتخفيض الإنفاق:

- ضبط الإنفاق العام الحكومي وبصفة خاصة إجراء تخفيضات ملموسة في بند التجهيز مما يؤدي إلى تخفيض العبء تدريجيا؛

³⁴³ هذا الفائض يتوافق مع وجود فجوة واسعة في الموارد المحلية زيادة معدل الاستثمار عن معدل الادخار المحلي وبوجود عجز في الموازنة العامة للدول وبارتفاع معدل التضخم.

³⁴⁴ سميرة عطوي (2009)، إصلاح القطاع المالي في الجزائر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة باجي مختار غابة، ص ص 84-85.

- تخفيض الإنفاق العام ذو الطابع الاجتماعي بهدف الحد من نمو الكتلة النقدية؛
- تبني سياسات جديدة للأجور تتصرف إلى تثبيت كتلة أجور التوظيف العمومي؛
- تحرير الأسعار والتخفيض التدريجي لبند الدعم الاستهلاكي ورفع أسعار بيع منتجات القطاع العام.

أما بالنسبة لسياسات تحسين في إيرادات الخزينة العمومية فنذكر منها:

- توسيع نطاق تطبيق الضرائب وإلغاء الإعفاءات الضريبية وزيادة الرسوم الجمركية؛
- إعادة ترتيب أولويات الإنفاق بما في ذلك إلغاء الإعانات الاستهلاكية وتطبيق سياسة مشددة على الدخول؛
- رفع أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وزيادة أسعار مواد الطاقة خاصة الموجهة للاستهلاك العائلي.

ب- سياسة تقليص الكتلة النقدية

وتعتمد الحكومة في تحقيق التخفيض في نمو الكتلة النقدية على عدد متنوع من أدوات السياسة النقدية:

- تطبيق سياسة نقدية متشددة بشأن مراجعة سعر الصرف ورفع معدلات الفائدة للاقتراب من مستوى أسعار فائدة حقيقية؛
- التدخل المباشر للدولة لترشيد القروض المصرفية وتوجيهها للمؤسسات العامة؛
- تخفيض معدلات التضخم للتخفيف من حدة الاختلال الاقتصادي والهيكلية.

ج- تحرير التجارة الخارجية

وقد ركزت على حرية دخول العملة الأجنبية لتمويل التجارة الخارجية وإلغاء كافة القيود المفروضة على المعاملات الخارجية وتعتمد الدولة في ذلك على:

- اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتحرير التجارة والمدفوعات الخارجية؛
- التخفيف من قيود البيروقراطية الإدارية المفروضة على الاستيراد واحتكار الدولة للتجارة الخارجية؛
- العمل على جعل العملة قابلة للتحويل.

يتعين علينا فهم أن التوجه العام لهذه البرامج ينطلق من المفهوم الرأسمالي الذي يراهن على الدور القائد والموجه الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص في الإسراع في عملية النمو وقيادة عمليات التصنيع والتحديث كبديل كفؤ من القطاع العام. وهو دور يعتمد في إطاره الفكري والنظري على منطق المنافسة

في السوق مع تراجع واضح لدور التخطيط وتدخل الدولة في آليات الطلب والعرض بهذا إن برنامج التثبيت الاقتصادي يتطلب من البلد المدين أن تكون تحت رقابة صارمة وإشراف من قبل الصندوق للعمل على خفض عجز الموازنة العامة وفي زيادة الاحتياطات النقدية حتى لو أدى ذلك من وقف التنمية وزيادة معدلات البطالة مع تدهور مستوى معيشة المواطنين³⁴⁵.

2-2- برنامج التكيف الهيكلي³⁴⁶

إن التكيف الهيكلي عبارة عن مجموعة من الإجراءات الاقتصادية، حسب تعريف المنظمات المالية الدولية، التي تهدف إلى تحرير التجارة والاقتصاد من خلال رفع السيطرة والضبط من قبل الدولة وإتباع الخصخصة وتطبيق سياسة نحو التصدير وإجراء تعديلات على هيكل الاقتصاد الوطني.

أ- السياسة المالية

وتشمل كافة الأدوات والإجراءات لإصلاح المنظومة المالية وتقليص عجز الموازنة العامة للدولة عن طريق:

- إصلاح النظام الضريبي لزيادة العائدات الضريبية؛
- إلغاء بنود الدعم الاستهلاكي وإتباع سياسات نقدية متشددة؛
- إعادة التوازن النسبي للأسعار من خلال تخفيض قيمة العملة.

ب- السياسة النقدية والمالية:

وتهدف إلى إعادة هيكلة النظام المالي بما يستجيب لمتطلبات السوق عن طريق:

- تطبيق تخطيط مالي ونقدي صارم في إطار اتفاق ستاند باي واتفاق التمويل الموسع وقد تم وضع سقف للإطار النقدي وربطه بالامتلاكات الخارجية والداخلية الصافية؛
- تصحيح الخلل في ميزان المدفوعات بهدف تخفيض التوسع النقدي؛
- إعادة تمويل القطاع البنكي لأجل تطوير الوظيفة البنكية وتحسين أداء الخدمات.

ج- السياسة التجارية

³⁴⁵ لؤي أدهم (1996)، الإصلاح الاقتصادي واستهداف السوق : إشكالات نظرية وإشكالات تطبيقية عربية، مجلة النهج العدد 6 ، ص ص 53-55 .

³⁴⁶ عبد القادر محمد (1999)، اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية، ص ص 237-242.

حدد خبراء الصندوق الإجراءات الأساسية التي يجب أن تعمل الدول النامية على تحقيقها من أجل تحسين التجارة الخارجية بتشجيع الصادرات والتقليل من الواردات.

- إنشاء قانون خاص بالتجارة الخارجية؛
- تحرير نظام التجارة والمدفوعات الخارجية؛
- إلغاء قيود الحماية واحتكار الدولة للتجارة الخارجية؛
- تخفيض قيمة العملة المحلية؛
- تدعيم دور البنوك في التعامل في العملات الأجنبية وتحرير أسعار الفائدة وأسعار الصرف وإنشاء سوق للصرف.

ثانيا: حيثيات الإصلاحات في الجزائر

إن الرغبة بالارتقاء بالمؤسسة الوطنية الاقتصادية وبالتسيير الاقتصادي إلى مستوى الفعالية لتحقيق دولة الرفاهة استلزم مراجعة أخرى للتنظيم الاقتصادي على أساس نمط جديد يعتمد على مبدأ لامركزية التسيير وفي مراجعة أخرى للمنظومة البنكية والسياسات المالية وفي تحرير للتجارة الخارجية وذلك بما يضمن للأعوان الاقتصادية استقلالية التسيير والمبادرة والتحرر النهائي من تدخلات الوصاية ويضعهم أمام مسؤولية شخصية عن نتائج تسييرهم.

ولذلك ارتأينا إلى معالجة مختلف العوامل التي كانت سببا وراء دعوة الإصلاح في الجزائر سواء على الصعيد الداخلي أو الخارجي.

1-العوامل الداخلية والخارجية

مما لا شك فيه أن نقطة الانطلاق تمثلت في فشل مخططات التنمية في الجزائر مع الاعتماد في تطبيق أسلوب التخطيط منذ عام 1967، كان العامل المباشر وراء فرض الإصلاح الاقتصادي والمالي في الجزائر. ولذا إنه من الضروري عرض تقييم مختصر ومركز لتطور انجاز المخططات السابقة ونتائجها النظرية التي يكون من المفيد الاهتمام بها لحماية التنمية وحفز ديناميكيته.

ولعل قد يبدو من الوهلة الأولى مرور التنمية بالجزائر بمرحلة صعبة بين 1985-1989 لأن حدة الأزمة الاقتصادية الدولية والتي كانت جذورها في البلدان الرأسمالية منذ منتصف 1988 بسبب الاختلال الهيكلي

في نظامها الاقتصادي مما أدى إلى تراجع معدلات نموها إلى ما دون مستوى 1%، وتحول ثقل الأزمة إلى بلدان العالم الثالث عبر آليات النظام الدولي غير العادل وتحت تأثير نظام التبعية الاقتصادية³⁴⁷.

ومنذ سنة 1985 بالأخص المنتجة والمصدرة للبتروول ومع انهيار أسعار البتروول سنة 1986 بنسبة تراوحت بين 60% و70%، وانهيار أسعار المواد الأولية كان له التأثير في انخفاض الاحتياطات من العملة الأجنبية وبالتالي الصعوبة في تمويل التنمية مع تفاقم المديونية الخارجية، وكما تضاعف مشكل البطالة بسبب تراجع الجهاز الإنتاجي عن العمل على الرغم من انخفاض معدل البطالة من 25% إلى 19% سنة 1978 في ظل نمو ديموغرافي كبير، وليس ناتجا عن هيكل إنتاجي تنافسي³⁴⁸. ومن الصعب جدا على بلدان العالم الثالث أن تجد مخرجا من هذه الأزمة المتزايدة الحدة بشكل فردي لوجود لإصلاحات فرضت من قبل المؤسسات المالية الدولية.

قد شهدت المديونية تزايدا واضحا نتيجة الاقتراض من الأسواق المالية الأجنبية لتمويل برامج الاستثمار للمخطط الرباعي الأول 1970-1973 والمخطط الرباعي الثاني 1974-1977 وقد بلغت المديونية 12 مليار دولار خلال المخطط الرباعي الثاني، وقد شكلت القروض الخاصة الأكثرية من إجمالي القروض. وتفاقت المديونية مع عشرية الثمانينات التي صادفت برنامج الخماسي الأول والثاني إذ بلغت المديونية 19.8 مليار دولار³⁴⁹.

ويلخص الجدول الموالي مجموعة من المؤشرات لتقييم الصحة المالية والاقتصادية للجزائر خصوصا سنة 1986.

جدول 4-1: المؤشرات المالية والاقتصادية بين عامي 1985-1986

المؤشر	1985	1986
معدل نمو الموارد	6.7%	3.5%
معدل نمو PIB	1.2%	-0.9%
معدل فائض الاستغلال	12.3%	-9.4%
معدل نمو الصادرات	3.9%	-43.6%
معدل نمو الواردات	3.8%	-14.5%

³⁴⁷ محمد بلقاسم حسن بهلول (1999)، سياسة تخطيط التنمية وإعادة تنظيم مسارها في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الثاني، الجزائر، ص 290.

³⁴⁸ Ahmed Benbitour (1998) , *L'Algérie au Troisième Millénaire, Défis et Potentialités*, édition Marinoor, p 68.

³⁴⁹ سميرة عطوي نقلا عن L'Algérie en Perspective, Perspective N 10, 1991, P13

عجز ميزان العمليات الجارية	4281.8 مليون دج	1527.13 مليون دج
احتياج التمويل للقطاع المؤسساتي	-3837.7 مليون دج	-15573.6 مليون دج
المديونية الخارجية	18.37 مليار دج	22.79 مليار دج
نسبة الديون إلى الصادرات	130.6 %	249.3 %
نسبة خدمة الديون	56.7 %	35.8 %
الإنفاق الحكومي إلى PIB	33.57 %	34.88 %
سعر البرميل	27.7 دولار	14.6 دولار

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على إحصائيات ONS للفترة المذكورة.

والسبب وراء ذلك الانخفاض في معظم المؤشرات بالمقارنة مع سنة 1985 راجع للانخفاض في الإيرادات نتيجة الاعتماد على منتج واحد للتصدير النفط.

وتظهر درجة الفعالية الاستثمارية أهمية قصوى التي كانت ضعيفة سواء بالنسبة لمعامل التشغيل أو لمعدل إنتاجية الاستثمار. وتوضح الأرقام المقدمة أن المتوسط السنوي للاستثمار الفعلي خلال السنوات الخمس للمخطط بلغ حوالي 74 مليار دينار جزائري محققا على مستوى التشغيل 75400 عامل جديد. وهو رقم يمثل معامل التشغيل يبلغ أكثر من 981432 دينار جزائري مقابل إنشاء منصب عمل واحد جديد. ويعبر في الحقيقة عن تكلفة استثمارية عالية تدل على ضعف فعالية الاستثمار وذلك لوجود ضائعات مالية كبيرة ناتجة عن نقص التحكم في تنظيم العمل الاستثماري. وبطبيعة الحال فهذا الضعف في إنتاجية الاستثمار سيقابله انخفاضا في ناتج الداخلي الإجمالي إذ انخفض من مستوى 1.2% إلى 0.9% - من سنة 1986.

كما لا يمكن إغفال جانب مهم آخر هو الاهتمام بالنوعية رغم التأكيد عليها في كل النصوص السياسية والتشريعية والتنظيمية للدولة وهذا يتمثل في انخفاض الحصة المالية المخصصة للبحث العلمي والتكنولوجي من الميزانية العامة. بالإضافة إلى الثقافة الداخلية في الوحدات الإنتاجية التي تعتمد على نمط التكرار دون طابع الإبداع والابتكار الذي يعرف بالشرط الذاتي لدينامكية .

ولعل محدودية الموارد المالية وبالخصوص في الجهاز المصرفي نتيجة التوسع في الإقراض وانخفاض أسعار البترول إلى أدنى مستوياتها يعد هذا العامل أساسيا حال دون تلبية احتياجات برامج الاستثمار وتحقيق نمو طويل الأجل مما جعل منه دافعا قويا للاعتماد على التمويل الخارجي وما ينطوي على هذه العملية من تحمل أعباء الدين.

2- ملامح نظام العملة في الجزائر

مر نظام العملة بالجزائر بثلاث مراحل³⁵⁰:

أ- مرحلة ما بين 1962-1971 والتي تميزت بمواصلة الممارسة التقليدية في تسيير العملة استثناء لذلك قام البنك المركزي بتدخل مباشر في الاقتصاد لاسيما بربط علاقات مباشرة مع قطاع التسيير الذاتي من 1963-1967. ولذلك فقد ركزت الخزينة العمومية خلال هذه الفترة على توفير الموارد اللازمة للتمويل معتمدة على إيراداتها العامة من ودائع المؤسسات والتعاونيات الجزائرية. إذ ألزمت المؤسسات بالاحتفاظ بنسبة 30% من سيولتها في شكل حسابات بنكية بينما تحتفظ الخزينة بالباقي، وقد تقلصت إلى حدود 15% نظرا لتطور مهام الخزينة العمومية.

ب- المرحلة التي تنطلق بعد إصلاح 1971 والتي تغير خلالها قواعد تمويل النشاط بالانتقال من تمويل ميزاني إلى تمويل غير ميزاني وتعطي أهمية رئيسية للخزينة العمومية في إحداث القرض والعملة وهذا بموجب قانون المالية لسنة 1971 وهذا ما نصت عليه المادة 7 بإمكانية تمويل الاستثمارات المخططة للمؤسسات العمومية بقروض طويلة الأجل من الموفرات لدى الخزينة العمومية.

ج- مرحلة تنطلق بين عامي 1978-1979 والتي تميزت بإعادة النظر في مهام الخزينة العمومية بتمويل التنمية، وقد أصبحت البنوك مكلفة بهذا التمويل محاولة للفصل بين المنظومة المصرفية والخزينة التي اعتبرت لحد الآن الجهة الرئيسية في إصدار وتسيير العملة عوضا عن البنك المركزي الذي اعتبر كجهاز تنفيذي لسياسات الخزينة العمومية.

يتكون عموما النظام المصرفي الجزائري منذ 1966 وتحت إشراف وزارة المالية من: البنك المركزي الجزائري، الخزينة العمومية وشبكته البريدية، شبكة البنوك البدائية أو التجارية وهيئات متخصصة فيما يسمى بتمويل التنمية.

قبل سنة 1971 كانت الشبكة البدائية للبنوك تقوم بوظائف تقليدية متمثلة أساسا في جمع الودائع وخصم السندات التجارية أو إعادة خصمها لدى البنك المركزي. ومع تأميم البنوك الأجنبية سنة 1967 ظهر البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي، ثم البنك الخارجي. وكان الغرض من هذا التقسيم هو تسهيل مراقبة نشاط القطاع العام. ومع انطلاق المخطط الرباعي الأول أثبتت البنوك التجارية عدم مقدرتها على تمويل

³⁵⁰ فريدة يعدل بخزار (2000)، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، ص 88 .

المشاريع بسبب العجز في مواردها الذاتية وبهذا ظهرت هيئة متخصصة في تمويل التنمية عرفت باسم البنك الجزائري للتنمية³⁵¹.

ففي إطار هذه المنظومة فيظهر أن البنك التجاري لا يقوم بعملية الإقراض من موارده الذاتية مبتعدا بذلك عن وظيفته الأساسية الوساطة المالية، إذ يكتفي دوره في تسجيل حركة الأموال وتسيير الحساب الاستثماري للمؤسسة. ما يوضح الدور المتنامي للبنك المركزي في تمويل الاستثمارات لتقرب من 30 مليار دينار من القروض المتوسطة الأجل و25 مليار دينار من القروض المقدمة من الخزينة العمومية ما يدل على الدور المحوري لهذه الهيئة في تولي زمام التنمية الاقتصادية الجزائرية³⁵².

ثالثا: الاتفاق مع الجهات الدولية

أفرزت عملية التنظيم والتوجيه للاقتصاد رسم سياسات جديدة من قبل المؤسسات الدولية والاتفاق مع نادي باريس ولندن.

1-الاتفاق مع صندوق النقد والبنك الدولي

إن تزايد مشكلة السيولة مع عجزها عن دفع أعباء الديون الخارجية وتزايد معدلات خدمة الديون التي كان لهل نصيبا يقارب 80% ، استلزم ذلك لجوء الجزائر لكل من صندوق النقد والبنك الدولي للحصول على قروض ومساعدات لتغطية العجز في الاحتياطات في العملات الأجنبية. وقد بدأ دور الصندوق يتعاظم في توجيه الاقتصاد خاصة بعد خطاب النوايا الذي أرسله وزير المالية للمدير التنفيذي لصندوق النقد الدولي مارس 1989 والذي تعهدت فيه حكومة الجزائر بالالتزام بالانخراط في اقتصاد السوق وخلق السياسة التي تمكن من اتخاذ القرار على أساس المسؤولية المالية وبتوسيع دور القطاع الخاص.

وكما تعهدت الحكومة بتنفيذ برنامج التكيف والاستقرار في الاتفاقيات المبرمة مع الصندوق في مايو 1989 والاتفاقيات المبرمة مع البنك الدولي في سبتمبر من نفس السنة. وعلى ضوء ذلك فكانت أولى الخطوات في تحرير التجارة الخارجية والمدفوعات بإلغاء التخصيص المركزي للنقد الأجنبي وإنهاء احتكار الدولة للتجارة الخارجية والاعتماد على آليات العرض والطلب في تحديد أسعار الفائدة وأسعار الصرف وثم تقليص تشكيلة السلع التي تحدد الدولة أسعارها كما بدأت إجراءات منح الاستقلالية القانونية للبنوك التجارية.

³⁵¹ أحمد هني (1999)، العملة والنقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 139.

³⁵² مرجع سبق ذكره، ص 152.

كان أولها اتفاق استعداد ائتماني Stand-By سنة 1994 واتبع باتفاق ثان من نوع تسهيلات التمويل الموسع سنة 1995 وفرض الصندوق تطبيق مجموعة من الإجراءات تهدف لإعادة التوازنات المالية الكبرى الاندماج في الاقتصاد العالمي وشملت حرية تحديد الأسعار وخفض الدينار وتقليص دور خزينة الدولة في تمويل عجز تلك المؤسسات. كما اتخذت إجراءات الإصلاح نظام الأجور وتغيير سياسات الإعانات ونظم الدعم وإلغاء التمييز بين القطاع العام والخاص³⁵³.

2- الاتفاق مع نادي باريس³⁵⁴

توجهت الحكومة الجزائرية بعد خطاب النوايا مع الصندوق سنة 1994 إلى نادي باريس، حيث اجتمعت هناك مع ممثلين عن صندوق النقد والبنك العالمي ومنظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية والمجموعة الاقتصادية الأوروبية وممثلون عن بعض بنوك التنمية الجهوية.

واتفق ممثلو الدول الدائنة على تقديم مساعدات نظرا لإجراءات الإصلاح التي تعهدت بها وإجراءات لتطوير السياسة النقدية والمالية والالتزام بالتعهدات تجاه الجهات الدولية. وتمثل الديون القابلة لإعادة الجدولة لدى نادي باريس الديون العمومية المتوسطة والطويلة الأجل الممنوحة من طرف الدول أو المؤسسات الرسمية التابعة للحكومات أو المؤسسات الدولية وتتعلق:

- أقساط الدين والفوائد المستحقة وغير المدفوعة قيل تاريخ 31 مارس 1994؛
- أقساط الدين التي تستحق خلال الفترة الممتدة 1 جوان 1994 إلى غاية 31 مايو 1995؛
- الفوائد المستحقة خلال الفترة الممتدة 1 جوان 1994 إلى غاية 31 أكتوبر 1994.

وكانت طريقة تسديد الديون التي تمت جدولتها والتي تبناها الدائنون هي طريقة التسديد المختلطة وتتضمن:

- التسديد لفترة استحقاق 16 سنة؛
- مدة العفو تقدر 4 سنوات على الأكثر؛
- التسديد يبدأ مع نهاية فترة العفو أي ابتداء من 31 مايو 1998.

³⁵³ لمياء زكري وفضية عكاش (2008)، آثار الانفتاح الاقتصادي على مسار الإصلاحات السياسية بالجزائر، مداخلة بالملتقى الوطني التحولات السياسية وإشكالية التنمية بالجزائر واقع وتحديات ، أيام 16-17 ديسمبر جامعة الشلف، ص2.

³⁵⁴ علي بطاهر ، سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة شمال إفريقيا، العدد الأول، ص ص 183-184.

وبعد موافقة الصندوق على برنامج القرض الموسع، أبرمت الجزائر في جويلية 1995 اتفاق ثان لإعادة جدولة الديون مع نادي باريس ومست إعادة الجدولة:

- أقساط الدين المستحقة خلال الفترة الممتدة بين 1 جوان 1995 إلى غاية 31 مايو 1996؛
- الفوائد التي تستحق خلال الفترة الممتدة بين 1 جوان 1995 إلى غاية 31 مايو 1996.

والديون التي أعيد جدولتها يتم تسديدها خلال 25 دفعة سداسية بين مايو 1999 و 2011، وتقدر الديون العمومية التي تم إعادة جدولتها خلال 1994-1995 مع نادي باريس بأكثر من 13 مليار دولار.

3- الاتفاق مع نادي لندن³⁵⁵

إذا كانت إعادة الجدولة للديون العمومية من مهام صلاحيات نادي باريس، فإن الديون الخاصة (البنكية) تم معالجتها في نادي لندن الذي يضم لجانا تمثيلية للدائنين الخواص. وفي هذا الإطار، تقدمت الحكومة الجزائرية رسميا بطلب بإعادة جدولة الديون الخاصة بأكتوبر 1994. وبعد اجتماع محافظ بنك الجزائر مع ممثلي البنوك الخاصة بفرنسا وتم إنشاء لجنة تنسيق تضم 6 بنوك ترأسها الشركة العامة الفرنسية، وقد الاتفاق على إعادة جدولة حوالي 3 مليار دولار من الديون الخاصة في جوان وجويلية 1996. ولم يحظ هذا المبلغ معالجة وحيدة لأن جزءا منه يشمل التي كانت موضوع إعادة تمويل سابقة ومن ثم كانت لمعالجة على النحو التالي:

- مبلغ 201 مليار الذي كان موضوع إعادة تمويل سابقة تمت إعادة جدولته على أساس فترة استحقاق 15 سنة و نصف منها 6 سنوات و نصف فترة عفو؛
- مبلغ 1.1 مليار دولار كان إعادة تمويل مع القرض الليوني وقروض الإيجار وتمت إعادة جدولته لفترة استحقاق 12 سنة ونصف مع فترة عفو تقدر 6 سنوات ونصف.

المبحث الثاني: مضمون البرامج الإصلاحية الاقتصادية

قامت السلطات الجزائرية بتطبيق برنامج التعديل الهيكلي ابتداء من سنة 1995 لمدة 5 سنوات في إطار اتفاقية التمويل الموسع المبرمة مع صندوق النقد. ويدخل هذا البرنامج في إطار تجسيد إجراءات الإنعاش الاقتصادي والتحول إلى اقتصاد السوق، وكما يهدف إلى مواصلة الإصلاحات الهيكلية للمؤسسات

³⁵⁵ علي بطاهر، مرجع سبق ذكره، ص185.

الصناعية والبدء بالخصخصة كما نص على ذلك برنامج التعديل الهيكلي بعد صدور الأمر 95-22 المؤرخ في 16 أوت 1995 والمتضمن خصخصة المؤسسات العمومية.

أولاً: أسس إعادة هيكلة المؤسسات

منذ التوقيع على اتفاقية Stand-By فيفري 1994 شكلت الصورة الأساسية للسياسة الاقتصادية لإعادة هيكلة القطاع العام. إذ جعل من آليات السوق وقوانينه المتحكم الأساسي في تنظيم النشاط الاقتصادي، ومن التدابير المعتمدة في ذلك تحرير الأسعار من التحديات الإدارية والدعم المالي للخرينة وتحرير المؤسسة العمومية الاقتصادية³⁵⁶ من قيود المادة 5 من قانون 88-01 والتي نصت على ملكية الدولة أو الجماعات المحلية لجميع الأسهم أو الحصص التي تشكل رأسمالها تكريساً لإلغاء مفهوم الوصاية. ومن هذا المنطلق، أصبحت هذه المؤسسات تخضع فقط لقواعد السوق وعليها تحمل مسؤولية أعمالها ونتائجها التي لطالما شكلت أعباء على الميزانية العمومية³⁵⁷.

1- تقليص دور الدولة

يتطلب الانتقال من اقتصاد موجه إلى اقتصاد سوق انسحاب الدولة من جميع النشاطات الاقتصادية ذات الطابع التنافسي، وهذا من خلال تقليص التدخل المباشر في القرارات المتعلقة بالاستثمار والإنتاج التي تحدد وفقاً لآليات السوق، وعليه فيبقى على تحديد وظائفها في اقتصاد سوق.

أ- **وظيفة المنظم:** وتسهر الدولة على وضع الشروط القانونية والتنظيمية أساساً للحفاظ على التوازنات الكبرى وتحقيق العدالة الاجتماعية.

ب- **وظيفة الحامي:** وتحرص الدولة على توفير السلع والخدمات للمواطنين بوضع قوانين رادعة للاستغلال والجشع، وهذا لا يعني أن تنتج هذه السلع والخدمات وإنما عرضها من المؤسسات العمومية مع طلب احتياجات المواطنين.

ج- **وظيفة المنشط:** تتمثل في تنمية وبعث اقتصاد سوق بدون عوائق، وتكون هذه الإستراتيجية واضحة المعالم لأنها تعكس مصداقية الدولة وترتبط بالعناصر الآتية:

- الحفاظ على التوازنات المالية للاستقرار الاقتصادي الكلي؛

³⁵⁶ محمد بلقاسم حسن بهلول، مرجع سبق ذكره، ص 294.

³⁵⁷ المادة 5 من قانون 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988 الذي يعدل القانون 84-17 المؤرخ في 07 جويلية 1984.

- وضع سياسات مالية ونقدية ملائمة؛
- إصلاح القطاع العام ووضع مؤسسات السوق؛
- تخصيص المؤسسات العمومية.

2- الفصل بين الملكية والإدارة

تجسد في جملة من التدابير الهادفة إلى منح استقلالية المؤسسات بالفصل بين مفهوم ملكية الدولة والتسيير الاقتصادي للمؤسسات. إذ بين القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة³⁵⁸ فصلا بين الدولة والمؤسسة فيما يخص صلاحية الإدارة وحق الملكية، وعليه أصبح للمؤسسة الاقتصادية شخصية معنوية وقانونية التي تمكنها من الالتزام والتعاقد بصفة مستقلة عن الدولة. إذ لا تتعدى علاقتها إلا ملكية رأسمال أو المساهمة دون التدخل في تسييرها. ولقد أنشئت صناديق المساهمة لتسيير الأسهم التي تمتلكها الدولة في المؤسسات الاقتصادية³⁵⁹.

3- تطور هياكل المؤسسات

اتخذت المؤسسات العمومية وفقا للقانون التجاري شكل شركات مساهمة أو مسؤولية محدودة، ولهذا الغرض أنشأت 8 صناديق مساهمة ذات اختصاص قطاعي لها دور وسيط بين الدولة والمؤسسات الوطنية الاقتصادية، ويتولى أعضاء الصندوق ممارسة حق المساهمة باسم الدولة.

وقد حدد القانون مساهمتها بنسبة 40%³⁶⁰ بحيث أن دورها الرئيسي يتمثل في فرض الرقابة على أداء المؤسسات الاقتصادية إلا أنه يمكنها من جبتها تحقيق الأرباح والرفع من مرد وديتها واتخاذ القرارات الاستثمارية مستعينة في ذلك على سلطاتها في تسيير مواردها.

وقد أثبتت مرة أخرى فشل المؤسسة الجزائرية في شكلها الجديد وفي تحقيق الفعالية المطلوبة مما أدى إلى تفاقم مشاكلها المالية، استدعى الأمر إلى مراجعة هيكلها فألغي النظام السابق واستحدث، سنة 1994، بنظام الشركات القابضة بإنشاء 16 شركة بموجب الأمر 95-25 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة. وتنظم في شكل شركات مساهمة التي تحوزه الدولة كاملا

³⁵⁸ المادة 7 من القانون 88-01.

³⁵⁹ المواد 2، 3، 4 من القانون 88-03 لصناديق المساهمة.

³⁶⁰ المادة 09 من المرسوم 88-09 المؤرخ في 21 جوان 1988 المتعلق بصناديق المساهمة.

أو بالمشاركة مع أشخاص معنوية أخرى تابعة للقانون العام، تتولى مهمة مرافقة المؤسسات وجعلها أكثر مرد ودية وتشجيع تنمية المجموعات الصناعية والمالية³⁶¹.

ومع هذا فقد تم حل هذه الشركات بموجب الأمر 04-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم المؤسسات وتسييرها وخصخصتها ليتم إنشاء 47 مؤسسة عمومية اقتصادية.

وقد نصت المادة 09 من الأمر 04-01 على تأسيس مجلس مساهمات الدولة تحت سلطة رئيس الحكومة ويتولى المهام الآتية:

- تحديد الإستراتيجية الشاملة في مجال مساهمات الدولة والخصخصة؛
- تحديد السياسات والبرامج فيما يتعلق بمساهمات الدولة وتنفيذها؛
- تحديد سياسات وبرامج الخصخصة للمؤسسات العمومية والموافقة عليها؛
- دراسة ملفات الخصخصة والموافقة عليها.

وأنشأت شركات تسيير مساهمات الدولة التي تعتبر المؤسسات العمومية مملوكة للدولة مكلفة بتسيير حافظة مساهمات الدولة في المؤسسات العمومية وممارسة صلاحيات الجمعية العامة للمؤسسات التابعة لقطاع نشاطها.

4- التطهير المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية

وهو عملية تعتمد الدولة لإعادة التوازن المالي للمؤسسات العمومية بغرض إعانتها لأجل تحقيق أهداف على المستوى الكلي أو الجزئي. إن عملية التطهير المالي تسمح للمؤسسات بدعمها وتحسين هيكلها المالي من خلال دعم استقلاليتها المالية تجاه البنوك التجارية.

وبموجب المرسوم التنفيذي 27-91 الصادر عن وزارة الاقتصاد والمديرية المركزية للخزينة المؤرخ في 16 مارس 1991، حدد شروط شراء الديون المستحقة للبنوك والمؤسسات المالية التي هي على عاتق المؤسسات العمومية. وهذه الديون تكون إما على شكل قيم منقولة أو سندات مساهمة قابلة للتداول³⁶². غير أن عملية التطهير لم تمس كافة المؤسسات بنفس الكيفية وعموما فقد صنفت المؤسسات على النحو الآتي:

³⁶¹ المادة 05 من الأمر 25-95 السالف الذكر.

³⁶² بتاريخ 2 أكتوبر 1990 تم إنشاء صندوق تطهير للمؤسسات العمومية لدى الخزينة، يكمن دوره في تكوين رأسمال هذه المؤسسات وتتمثل موارده أساسا من إيرادات الميزانية العمومية للدولة.

أ-مستحقات على المؤسسات المنحلة: فقد قامت الخزينة العامة بعملية التطهير لحقوق البنوك على المؤسسات وذلك بشراء تلك الحقوق، وأصدرت الخزينة العامة سندات يطلق عليها قسيمة الصفر وذلك لمدة 20 سنة بمعدل 5% غير قابلة للخصم لدى البنك المركزي أو في السوق النقدية.

ب-مستحقات على مؤسسات غير متزنة وغير مستقلة

وهي مؤسسات تتمثل ديونها في السحب على المكشوف وفي أغلب الأحوال تمثل مبالغاً ضخمة، وعملية التطهير تمت بطريقتين:

- تحديد مستوى السحب العادي الموفق بين 06 أشهر و 09 أشهر من رقم الأعمال حيث يتحول السحب على المكشوف إلى قروض متوسطة أو طويلة الأجل مع منح مهلة سنتان للتسديد على الأقل، وحددت معدلات الفائدة حسب شروط السوق العادية.
- تطهير باقي السحب على المكشوف غير العادي والذي يوافق 09 أشهر من رقم الأعمال، إذ تم تجميده لمدة سنتين على أن يتم شراؤه من طرف الخزينة العمومية في شكل سندات مساهمة ولا تخضع هذه الديون لمعدلات فائدة. وفي الوقت نفسه تتحصل البنوك على تعويض من صندوق تطهير المؤسسات العمومية.

ج-مستحقات على مؤسسات غير متزنة ومستقلة

حسب الموسم التنفيذي 27-91 تمر مرحلة التطهير المالي بمرحلتين:

- ❖ المرحلة الأولى تتم قبل 31 مارس 1991 عن طريق:
- تحديد حقوق البنوك على هذه المؤسسات بصفة نهائية بكونها تسحب على المكشوف والممتدة إلى غاية 31 ديسمبر 1996؛
- تحديد مستوى القروض قصيرة الأجل الموافقة بين 6 أشهر و 9 أشهر من رقم الأعمال حسب وضعية المؤسسة المالية؛
- تثبيت قيم الديون بقروض متوسطة وطويلة الأجل بمعدلات فائدة وفقاً لشروط سوق القرض.
- ❖ المرحلة الثانية الناتجة عن مخطط الإصلاح الذي يمكن من:
- شراء جزء من مسحوبات هذه المؤسسات بإصدار سندات مساهمة من المؤسسة العمومية نفسها أو السندات الخزينة؛
- إعادة تكوين رأسمال المؤسسة من طرف صناديق المساهمة؛

- إصدار ضمانات على جزء الفروض المصرفية من طرف صناديق المساهمة أو من طرف أي مؤسسة مالية مختصة؛
- إعداد مخطط إصلاح داخلي بتخفيض النفقات وعرضه على البنوك وصناديق المساهمة.

غير أن كل هذه الإجراءات لم تكفل نجاح عملية التطهير المالي رغم تخصيص أموال للتطهير، بلغت 83.5 مليار دينار جزائري سنة 1993، 76 مليار دينار جزائري سنة 1994، 148.5 مليار دينار جزائري سنة 1995 و 124.5 مليار دينار جزائري سنة 1996، وعقود النجاعة المبرمة لبلوغ الأهداف المسطرة في إطار مخطط الإصلاح.

ثانيا: سياسة الخصخصة في الجزائر

لم تكن الخصخصة كخيار بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، بل تفاعل مزيج من الأسباب جعلت السبيل الوحيد للخروج من الأزمة ووضعية الإفلاس التي آلت إليها المؤسسات إضافة للاتفاقيات المبرمة مع المؤسسات الدولية المالية ما أضفت عليها الصيغة الإجبارية.

1- ماهية الخصخصة وأساليب تحويل الملكية

هي أحد أدوات السياسة الاقتصادية وهي تحويل الملكية أو التحكم بالموجودات من القطاع العام إلى القطاع الخاص. ويشير التعريف الضيق للخصخصة إلى كونها على مستوى الشركة أو الوحدات الموجودة فيها. ومع أن ثمة أشكالا مختلفة للخصخصة فإن التعريف المقبول على نطاق واسع يشمل خصخصة الإدارة إضافة إلى خصخصة الملكية. ويتطلب التعريف العام للخصخصة وضع آليات قانونية وتنظيمية لتمكين القطاع الخاص لتوفير الخدمات والسلع.³⁶³

غير أن الخصخصة قد تشير أيضا إلى تلك الإجراءات التي تتخذها حكومة ما لزيادة دور القطاع الخاص في اقتصاد ما، وبهذا المعنى بالذات، استعملت الخصخصة ومازالت تستعمل إلى وضع الاقتصاديات الاشتراكية السابقة في وسط أوروبا وشرقها وفي الاتحاد السوفيتي سابقا. لكن من الممكن استعمالها أيضا فيما يتعلق ببعض الاقتصاديات العربية التي تعرف تحولات في مثل ذلك مصر وتونس والجزائر للانتقال من اقتصاد يخضع لسيطرة الدولة وهيمنتها إلى اقتصاد قوامه السوق، حيث يقوم القطاع الخاص بدور أكبر بكثير مما هو عليه الآن بينما كانت الخصخصة لدول أمريكا اللاتينية وسيلة لتثبيت

³⁶³ كمال شحادة (2002)، عبر من الخصخصة خواطر يرسم الدول العربية، عن برنامج الأمم المتحدة للتنمية، وحدة معلومات التنمية للدول العربية، ص8.

اقتصادياتها وتخفيض ديونها الخارجية. كما تهدف دول أخرى مثل بريطانيا وفرنسا إلى توسيع قاعدة الملكية أو انسحاب الدولة من بعض النشاطات الاقتصادية³⁶⁴.

عادة ما ترغب الدولة وراء تبني الخصخصة تحقيق الأهداف والتي من أهمها تحسين الكفاءة من خلال الاعتماد على آليات السوق والمنافسة ومن خلال كذلك تخفيف الأعباء المالية للدولة التي تسببها خسائر القطاع العام وبالتالي توفير موارد مالية لتمويل أنشطة أخرى. إضافة إلى ذلك تطوير القطاع الخاص وتفعيل عملية النمو والتنمية من خلال تطوير الأسواق المالية المحلية وتوسيع قاعدة الملكية.

قد يحصل في بعض الحالات تضارب في هذه الأهداف إذا حاولت الدولة تحقيقها، إذ من المهم جدا اختيار طرق الخصخصة تناسبها مع الأهداف ووضع إطار عمل تنظيمي ملائم قبل البدء في عملية الخصخصة يشمل استحداث سلطات تنظيمية قادرة وفعالة مهمتها تعزيز المنافسة.

تأخذ عملية الخصخصة أشكالاً مختلفة حسب الظروف الخاصة التي تمر بها الدول ومن هذه الأشكال³⁶⁵:

أ- **تخصيص الإدارة:** ينطوي هذا النوع على أفضلية القطاع الخاص، والعجز أو القصور في الإدارة العامة ويعد هذا الشكل مرحلة تمهيدية وأولية للخصخصة ضمن اعتبارات محلية بقدرة القطاع الخاص على شراء الأصول والموقف العام من مسألة نقل الملكية وتتضمن عملية تخصيص الإدارة.

ب- **عقود الإدارة:** وهي العقود التي تبرمها الحكومة مع المؤسسات والأفراد المحليين والأجانب لإدارة المؤسسة العامة مقابل أجور محددة أو نسبة من العائدات أو حصة من رأسمال المؤسسات ولا تعد الإدارة الجهة المسؤولة عن المخاطر التجارية أو عن التدهور في قيمة أصول المؤسسة إذا تم إقرار ذلك في العقد.

ج- **التأجير:** تأخذ عملية التأجير طابع التأجير التمويلي أو الامتياز الذي يتيح للمستثمر إدارة واستثمار المشروع لمدة زمنية محددة تعود ملكيته بعد ذلك للدولة. وفي العديد من الحالات يتم التعاقد على التأجير لفترات زمنية طويلة نسبياً بغرض جعل فكرة نقل الملكية مقبولة.

³⁶⁴ رياض دهل و حسن الحاج (1998)، حول طوق الخصخصة، سلسلة أوراق عمل، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص 2.

³⁶⁵ عبد الرزاق لخصر مولاي (2010)، الإصلاح الاقتصادي والتحول نحو القطاع الخاص - دراسة حالة الجزائر -، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، ص ص186-187.

د- **البيع الجزئي**: تلجأ الحكومات إلى بيع جزء من أسهم أو حصة من المؤسسة وذلك الغرض إقامة قطاع مشترك أو مشاركة القطاع الخاص في الإدارة أو لأغراض مالية كرفع رأسمال أو التوسع.

و- **نقل الملكية للإدارة والعمال**: وهناك ثلاثة أساليب تمكن الأجراء من المساهمة في رأسمال إما عن طريق اختيار أسهم ويقصد بها إصدار المؤسسة وثيقة باسم كل عضو من الأعضاء تمكنه من شراء أسهم، أو خطط مشاركة العاملين بالحصول على قرض طويل الأجل بهدف استخدام حصيلته لتمويل شراء جزء من الأسهم أو شراء أسهم بالاقتراض.

هـ- **الاكتتاب**: وهنا يكون اكتتاب عام على المؤسسات المطروحة للخصخصة من قبل الجمهور العام وذلك من منطلق توسيع قاعدة الملكية وإتاحة فرص متكافئة للجميع.

ز- **البيع الكلي المباشر**: وهي الطرق الأكثر انتشارا واستخداما لنقل الملكية وتأخذ عدة أشكال كاستدراج العروض، المزاد العلني، البيع عن طريق السوق المالية، البيع بالتراضي وبيع الأصول المحلية مقابل الديون الخارجية.

2- شروط تنفيذ الخصخصة

يمكن تمييزها، حسب ما جاء به الأمر 95-22 المتعلق بخصخصة المؤسسة العمومية، إلى شروط اقتصادية، اجتماعية وأخرى زمنية وقانونية.

2-1- الشروط الاقتصادية³⁶⁶

قبل أية عملية خصخصة ينبغي أن تكون عناصر الأصول والسندات محل تقييم، وهذه العملية جوهرية وبالغة الأهمية لذا يجب الحرص على أن يكون التقييم بالقيمة الحقيقية تفاديا لإهدار المال العام من هذه العملية. وتساعد هذه المهمة إلى مجلس مساهمات الدولة الذي يفوض خبراء للقيام بذلك. أما استمرار الخدمة العمومية للدولة فقد نص عليها المشروع من خلال المادة 03 من الأمر 95-22 حتى لو تم خصخصة المؤسسة.

2-2- الشروط الاجتماعية³⁶⁷

³⁶⁶ المادة 09 من الأمر 95-22 السالف الذكر.

³⁶⁷ المادة 04 من الأمر 95-22 السلف الذكر.

يراعى عند عملية الخصخصة الحفاظ على مناصب العمل أو إدماج العمال في المؤسسات محل الخصخصة، ويعتبر مكسبا هاما للعمال من جهة ومن جهة أخرى للخرينة العمومية. وقد أثارت هذه الفكرة نقاشا حادا لأنه من الناحية العملية للخصخصة يصعب الإبقاء على كل مناصب العمل ولهذا فقد عدل الأمر السابق بالأمر 12-97 في مادته الثانية التي نصت على منح المؤسسة التي تسعى لإبقاء مناصب العمل على حالها امتيازات. وتجنبنا لمشاكل الطرد فقد تم تقديم للإجراء ما يسمى بمساهمة الأجراء التي تقدر بنسبة 10% من رأسمال المؤسسة العمومية محل الخصخصة، زيادة عن ذلك حق الشفعة بنسبة 15% إلى 20% من رأسمال المؤسسة العمومية كما نصت المادتين 36 و 37 من الأمر 22-95 والتي عدلت بالمادة 10 من الأمر 12-97.

2-3- الشروط القانونية والزمينية

أضع المشرع عملية الخصخصة إلى قانون المنافسة وإلى دفتر الشروط وهذا ما يعني ضمان الشفافية وذلك عن طريق لجنة مراقبة الخصخصة التي تسهر على مصداقية سير عمليات الخصخصة³⁶⁸. وعلى أن تنشر كل المعلومات الخاصة بالمؤسسة المزمع خصصتها في كل الوسائل السمعية، البصرية والمكتوبة والإعلان عنها في الغرفة التجارية³⁶⁹.

ونصت المادة 04 من الأمر 22-95 التزام الممتلك أو الممتلكون باستمرار النشاط المالي لفترة 05 سنوات ضمانا لاستمرار الخدمة العمومية خلال هذه الفترة، لكن هذا الالتزام لقي معارضة وألغي في الأمر 12-97.

3- مسار الخصخصة في الجزائر

في هذا الإطار يمكن سرد ثلاث مراحل للخصخصة: الخصخصة الجزئية، إصدار قانون 1997 ثم إصدار قانون 2001.

3-1- الخصخصة الجزئية³⁷⁰

كما سبق وأن ذكرنا بصور الأمر 22-95 الذي شمل مجموعة من المفاهيم والدوافع والمبررات والهيئات المنفذة واللجان المراقبة وكذلك عريضة مفصلة لشروط تطبيق عملية الخصخصة. وقد تمحورت عملية

³⁶⁸ المادة 40 من الأمر 22-95 السلف الذكر.

³⁶⁹ انظر المواد 18، 19، 20 من الأمر 22-95.

³⁷⁰ القانون 22-95 الصادر في 16 أوت والمتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية عدد 48.

الخصخصة حول التنازل عن جزء من الأصول الثابتة لهذه المؤسسات مع فتح رأسمالها والمشاركة مع القطاع الخاص في حدود 49%.

وأيضاً طبقاً للأمر 95-22 فإن خصخصة المؤسسات العمومية تتم إما عن طريق الملكية أو التسيير، حسب ما تمليه قواعد السوق، باستثناء المؤسسات العامة العاملة في النشاطات التي تدخل حيز أملاك المجموعة الوطنية المحددة في المادة 17 من الدستور. وتمخض عن سياسة إعادة الهيكلة الجاري تطبيقها 460 مؤسسة خلال المخطط الخماسي الأول 1980-1984.

3-2- إصدار قانون³⁷¹ 1997

يبدو أن الأمر السابق، بالرغم من مرجعيته الأساسية، لم يتماشى ومتطلبات الإصلاح الاقتصادي وهذا ما استدعى إصدار الأمر 97-12. والفكرة الجوهرية وراء ذلك مفادها أن القطاع العام كان السبب الرئيسي وراء الركود الاقتصادي، وهذا ما أثبت فعلاً بطرح 2715 مؤسسة للخصخصة ولكن لم يتم خصخصة سوى 116 مؤسسة، والسبب وراء ذلك يعود إلى غياب آليات التنفيذ والأشكال الملائمة لهذه العملية.

3-3- إصدار قانون³⁷² 2001

أثبتت السلطات مرة أخرى فشلها وعليه تبنت إصدار قانون 2001 المتعلق بتنظيم وتسيير وخصخصة المؤسسات وهي المرحلة التي يمكن القول عنها بأنها تمثل البداية الفعلية لتطبيق الخصخصة التي أصبحت كأولوية في المقام الأول لدى السلطات.

والملاحظ على عملية الخصخصة في الجزائر بأنها اتسمت بالمحدودية والبطء في الوتيرة منذ انطلاق الخصخصة بصور القانون 95-22 إلى غاية 2007. قدر عدد المؤسسات التي تم خصخصتها بـ 417 مؤسسة من بين 1200 مؤسسة موضوع الخصخصة مع استثناء 20 مؤسسة إستراتيجية، والجدول الموالي يلخص حصيلة الخصخصة للفترة 2003-2007.

جدول 4-2: حصيلة عملية الخصخصة للفترة 2003-2007

المجموع	2007	2006	2005	2004	2003	طبيعة العملية
192	68	62	50	7	5	الخصخصة الإجمالية

³⁷¹ الأمر 97-12 الصادر في 19 مارس 1997 المعدل و المتمم للأمر 95-22.

³⁷² الأمر 04-01 الصادر في 20 أوت 2001، الجريدة الرسمية عدد 47 الصادرة بتاريخ 22 أوت 2001.

33	7	12	11	2	1	خصخصة جزئية أكبر من 50%
11	6	1	1	3	0	خصخصة جزئية أقل من 50%
69	0	9	29	23	8	التنازل لصالح الإجراء
29	9	2	4	10	1	الشراكة مع القطاع الخاص
33	20	30	18	13	2	التنازل لصالح الخواص
417	110	116	113	58	20	المجموع

المصدر: عن وزارة الصناعة و ترقية الاستثمار، 2007.

إن رغبة السلطات في التحول إلى اقتصاد السوق قد يعترضه الإشكالات المرتبطة بعملية الخصخصة وهذا ما يستدعي منا تحليل هذه العوامل وكيفية لتفعيل دور القطاع الخاص لضمان السير الحسن قدما نحو اقتصاد السوق ولعل أهمها وجود سوق مالية فعالة التي تعزز من وتيرة الخصخصة في ظل وجود شروط محددة لنجاحها أساسا تتمثل في وجود طاقة استيعابية كافية لتغطية الأسهم المطروحة للبيع، كما أنه يجب توافر مدخرات محلية وانتشار ثقافة الاستثمار في البورصة وفي أوساط المستثمرين وصغار المدخرين. ففي ظل غياب سوق مالية قد تعرف تأخرا كبيرا في تنفيذ عمليات الخصخصة: سوق مالي في شكل نصوص وقوانين؟

ثالثا: الإصلاحات المرافقة للإصلاحات الاقتصادية

لقد تدعم التوجه المباشر نحو ترقية القطاع الخاص وفسح المجال أمامه للمساهمة في تحقيق التنمية الوطنية المنشودة بعد ما أثبت القطاع العام فشله، فأصدرت تشريعات وإجراءات قانونية وتنظيمية بخصوص القطاع الخاص وخاصة الأجنبي وعلى رأسها قانون الإصلاح الضريبي لسنة 1992 وقانون الاستثمار الخاص لسنة 1982 و 1986 و المعدل سنة 1993 و 2001.

1- الإصلاحات في النظام الضريبي

أدت الإصلاحات الضريبية أساسا إلى ظهور الضريبة على الدخل الإجمالي، الضريبة على أرباح الشركات والرسم على القيمة المضافة.

1-1- الضريبة على الدخل الإجمالي

وقد تأسست الضريبة على الدخل الإجمالي من خلال قانون المالية لسنة 1991، ونصت المادة الأولى من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة: "تؤسس ضريبة سنوية وحيدة على دخل الأشخاص الطبيعيين تسمى بضريبة الدخل ، وتقرض هذه الضريبة على الدخل الصافي للمكلف بالضريبة".

وقد جاءت هذه الضريبة لتعويض نظام الضرائب النوعية ذي المعدلات المتعددة الذي كان مفروضا في السابق، واشتمل هذا النظام:

- الضريبة على الأرباح الصناعية والتجارية وشركات الأشخاص؛
- الضريبة على الأرباح غير التجارية؛
- الضريبة على دخل الديون والودائع؛
- الضريبة على الرواتب والأجور؛
- الضريبة على فائض التنازل عن الأملاك المبنية وغير المبنية؛
- الضريبة على الوحيدة الفلاحية؛
- الضريبة التكميلية للدخل.

وتعتبر الضريبة على الدخل ضريبة تصاعدية، فقد حدد الحد الأدنى 60000 دج وتتراوح معدلات الضريبة بين 0% و 40% مقابل كل شريحة، وهي معدلات مرتفعة نسبيا غير مشجعة على الاستثمار. وتتميز ضريبة الدخل الإجمالي بما يلي³⁷³:

- تتميز بالبساطة والشفافية؛
- تعتمد الضريبة على الدخل على تصريح المكلف، ومع غياب الوعي الضريبي وضعف كفاءة إدارة الضرائب، تواجه هذه الضريبة إشكالا حول مدى فعالية تطبيقها؛
- النقص في الحصيلة الضريبية لأنها لا تأخذ في الحسبان الدخل الناتجة عن بعض الأنشطة كالأعمال المنزلية والدخول المحققة من الأنشطة الموازية؛
- رغم أهمية السلم الضريبي التصاعدي في تحقيق العدالة الضريبية إلا أنه لا يراعى عند إعداد الوواقع الاجتماعي والاقتصادي وبعض المعايير التنظيمية؛
- رغم أهمية نظام الاقتطاع من المصدر في محاربة التهرب الضريبي إلا أن اقتصاره على بعض الدخل يطرح إشكالا حول مدى عدالتهن كما أنه يشكل ضغطا على سيولة المكلف حيث طريقة تحصيله لا تحقق مبدأ الملائمة.

1-2- الضريبة على أرباح الشركات

³⁷³ ناصر دادي عدون (2003)، الإصلاحات الضريبية في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 2، ص25.

تم تأسيس الضريبة على أرباح الشركات بموجب المادة 38 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة: "تؤسس ضريبة سنوية على مجمل الأرباح أو الدخل التي تحققها الشركات وغيرهم من الأشخاص المعنوية المشار إليهم في المادة 136، وتسمى هذه الضريبة على أرباح الشركات"

ويسعى الإصلاح الضريبي المتعلق في فرض الضريبة على أرباح الشركات إلى تحقيق هدفين من جهة يهدف إلى تنظيم شكلي الذي سمح بتأسيس ضريبة خاصة على الأشخاص المعنوية لشركات الأموال وتشجيع على إنشاء الشركات في صيغة المجموعات، ومن جهة أخرى إلى تنظيم اقتصادي الذي سمح بتخفيف العبء الضريبي المطبق على الشركات وتمكينها من الإنعاش والنمو الاقتصادي.

إن إدخال هذه الضريبة تجسيد لمبدأ فصل الضرائب على دخل الأشخاص والضرائب على دخل الشركات، وهي تعمل على ضبط ضريبة قطاع الإنتاج للحفاظ على طاقة المؤسسات³⁷⁴.

كما تعد الضريبة على أرباح الشركات أداة لترشيد جباية المؤسسة وتقرض بمعدل 30% وآخر مخفض 15%

1-3- الرسم على القيمة المضافة

أسس الرسم بموجب قانون المالية لسنة 1991 وبالمقابل تم إلغاء النظام السابق الرسم الوحيد على الإنتاج والرسم الوحيد على تأدية الخدمات. إن هذا الرسم يتعلق بالقيمة المضافة المنشأة خلال كل مرحلة من مراحل العمليات الاقتصادية والتجارية، وتتحدد هذه العملية بالفرق بين الإنتاج الإجمالي والاستهلاك الوسيط للخدمات والسلع.

يعد الرسم على القيمة المضافة ضريبة غير مباشرة على الاستهلاك وهي أداة لعصرنة الاقتصاد، وهي كذلك واسعة التطبيق سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية وذلك لما تتميز به هذه الضريبة من الخصائص التالية:

- يعتبر مجال تطبيقها واسعا حيث أنه يتضمن كل العمليات الخاضعة للرسم على الإنتاج والخدمات وعمليات أخرى كالتجارة والمساحات الكبرى والمهن الحرة؛
- توسيع مجال الخصم إذ يمكن استرجاع الرسوم المدفوعة عن عمليات الشراء من مبلغ الرسم المستحق على المبيعات؛

³⁷⁴ مرجع سبق ذكره، ص 26.

- تقليص عدد المعدلات إلى معدلين فقط حسب قانون المالية 2001 17% و 7%، ويطبق الرسم على رقم أعمال خارج الرسم.

من خلال الخصائص السابقة فقد أدت إلى بساطة وسهولة تطبيقها بالنسبة للإدارة أو المؤسسة وتشجيع الاستثمارات والمنافسة من خلال حيادية وشفافية الضريبة، وتشجيع التصدير من خلال إلغاء العبء الضريبي.

1-4- الضرائب غير المباشرة

وهي ضرائب مفروضة على سلع معينة وكجزء لا يتجزأ من الأسعار يتحملها المكلف بالضريبة وتضم هذه الضرائب:

أ- رسم المرور: تخضع الكحول والخمور والمشروبات المشابهة لها لرسم المرور وهي ضريبة ثابتة تحسب بناء على الكميات³⁷⁵.

ب- رسم الضمان: تخضع مصوغات الذهب والفضة والبلاتين لرسم الضمان كضريبة ثابتة تحسب على الكميات المعروضة لإجراءات الضمان.

ج- الرسم الداخلي على الاستهلاك: يؤسس رسم داخلي على استهلاك الجعة، السجائر والكبريت الكيميائي وأعواد النقاب، وتحسب على أساس الكميات الموجهة للاستهلاك³⁷⁶.

د- رسم على المنتجات البترولية: يؤسس لصالح ميزانية الدولة ويحسب على أساس الكميات الموجهة للاستهلاك³⁷⁷.

2- قانون الاستثمار الخاص

لقد عالجت الجزائر مسألة الاستثمارات منذ الاستقلال لمجموعة من القوانين المتتالية حيث أصدرت في هذا الشأن عدة تشريعات تضمنت عديدا من الحوافز والامتيازات للمستثمر ولعل أهمها قانون الاستثمار

³⁷⁵ المادة 56 من قانون المالية لسنة 1998.

³⁷⁶ المادة 52 من قانون المالية لسنة 1998.

³⁷⁷ المادة 53 من قانون المالية لسنة 1998.

الصادر في سنة 1963³⁷⁸ ثم قانون الاستثمار سنة 1966³⁷⁹ وأرجأت فيه مبادرة تحقيق الاستثمارات في القطاعات الحيوية العمومية. ثم قانوني 1982 و 1988³⁸⁰ وتلاها قانون القرض والنقد 90-10³⁸¹ ووصولاً إلى قانون سنة 1993، المرسوم التنفيذي رقم 93-12 المؤرخ في 5 أكتوبر 1993 المتعلق بترقية وتشجيع الاستثمارات في الجزائر، الذي جاء في سياق التوجه نحو اقتصاد السوق والاندماج في الاقتصاد العالمي. أخيراً صدور الأمر رقم 01-03 الصادر في 20 أوت 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار والذي بموجبه تقديم الامتيازات عن طريق الوكالة الوطنية³⁸².

2-1- قانون الاستثمار الخاص 82-11

أصدر هذا القانون لأجل توضيح كيفية تأسيس وعمل المؤسسات الاقتصادية المختلطة، ولقد حدد هذا القانون نسبة المشاركة الأجنبية بحد لا يتجاوز أقصاه 49% من رأسمال الشركة. ولقد ظهرت دفعة جديدة من الاستثمارات بلغت 2328 مشروعاً مابين سنتي 1983 و 1985. وقد اهتم هذا القانون بالجوانب الشكلية مهماً بذلك تلك التحفيزية، مما استدعى الأمر من تعديله ليكون أكثر استجابة لتحديات الاقتصاد الوطني.

2-2- قانون الاستثمار الخاص 86-13

لقد تم إتمام وتعديل القانون 82-11 بقانون 86-13 الذي يتضمن تشكيل وتسيير الشركات المختلطة بكيفية محفزة نسبياً بالمقارنة مع القانون السابق. فالشريك الأجنبي، وفقاً لهذا القانون، مخول له تحديد موضوع ومجالات وتعهدات وواجبات كل الأطراف وماعدا ذلك فقد أبقى على نسبة مشاركة أجنبية في حدود 49%. في حين يتمثل دور المتعامل الأجنبي في ضمان نقل التكنولوجيا ورؤوس الأموال ومناصب العمل وتكوين وتأهيل المستخدمين، كما بإمكانه اتخاذ القرارات الخاصة باستعمال أو تحويل الأرباح. ولقد تطور عدد المشاريع إلى 5015 مشروع ما بين عامي 1985 و 1987 وهذا ما يوضح دور القطاع الخاص الذي لعبه في تلك الفترة.

³⁷⁸ قانون الاستثمار رقم 63-277 الصادر بتاريخ 1963/07/26.

³⁷⁹ أمر رقم 66-284 المؤرخ في 1966/06/15.

³⁸⁰ القانون 82-11 والقانون 88-25.

³⁸¹ قانون 90-10 المؤرخ في 1990/04/14 الذي جاء منظماً للوظيفة البنكية ومراقبة وتحديد السياسة النقدية في إطار تحقيق التوازنات الكبرى والترخيص بالاستثمارات الأجنبية وكذا إلغاء التمييز بين القطاعين العام والخاص.

³⁸² الجليلي عجة (2006)، الكامل في القانون الجزائري في الاستثمارات، دار الخلدونية، الجزائر، ص32.

2-3- قانوني الاستثمار لسنتي 1993 و 2001

بموجب هذين القانونين أصبح مجال الاستثمار وكل ما يتعلق به واضح المعالم حيث اشتملا على³⁸³:

- حددت المادة الأولى مجال الاستثمار من المرسوم أن تطبق الاستثمارات الوطنية الخاصة والأجنبية التي تنجز ضمن الأنشطة الاقتصادية الخاصة بإنتاج السلع والخدمات، ويستثنى من ذلك نشاط المحروقات وأنشطة المناجم؛
- مبدأ عدم التمييز بين المحليين والأجانب؛
- اللجوء إلى التحكيم الدولي لتسوية النزاعات (المادة 41)؛
- عدم اللجوء إلى نزع الملكية ويترتب على هذا الإجراء تعويض عادل (المادة 40)؛
- أن يكون الاستثمار محل تصريح لدى الوكالة الوطنية لدعم وترقية الاستثمار ويشمل التصريح مجال الاستثمار، مناصب العمل المزمع إحداثها، التكنولوجيا المستخدمة، رأسمال المستثمر وهيكل الاستثمار وتجهيزاته (المادة 40)؛
- يتضمن التصريح الاستفادة من الامتيازات إذا طلب المستثمر ذلك كما حددت المادة 10 من المرسوم، وقد ترتبط هذه الامتيازات بالنظام العام أو بالأنظمة الخاصة ويكون للوكالة أجل 60 يوما ابتداء من تاريخ طلب المزايا لتبليغ المستثمر؛
- أن لا تتجاوز مدة انجاز الاستثمار 03 سنوات إلا إذا صدر عن الوكالة قرارا يحدد أجلا أطولا (المواد 14، 17 و 21)؛

تتمثل مهام الوكالة في مجال الاستثمار وبالاتصال مع الإدارة كما حددت ذلك المادة 8 من المرسوم:

- ضمان ترقية الاستثمار؛
- منح المزايا؛
- متابعة احترام المستثمرين للالتزامات المتعهد بها؛
- وضع كل المعلومات المختلفة تحت تصرف المستثمرين؛
- ضمان توزيع كل المعطيات والمعلومات المتعلقة بفرص الاستثمار.

المبحث الثالث: الإصلاحات في النظام المصرفي

³⁸³ مرجع سبق ذكره، ص 132-133.

إن أول إجراء قامت به الحكومة الجزائرية في إطار التحول إلى اقتصاد سوق إصدار لقانون بنكي الهدف منه إصلاح المنظومة المصرفية محددًا بوضوح مهام ودور البنك المركزي والبنوك التجارية كما تقتضيه قواعد ومبادئ النظام المصرفي، وإعادة الاعتبار لدور وأهمية السياسة النقدية في تنظيمها لحجم الكتلة النقدية المتداولة بما يتماشى مع أهداف السياسة الاقتصادية الكلية.

يشكل القانون 90-10 الصادر بتاريخ 14 أبريل 1990 نصًا تشريعيًا جديدًا لدعم الإصلاحات التي شرع فيها منذ 1988. وهو يعد من بين القوانين الأساسية التي حددت التوجهات الرئيسية ويشمل كافة المسائل المتعلقة بالقرض والنقد والبنك سواء تعلق الأمر بالشكل القانوني للبنوك، أنشطتها، مراقبتها ومعايير التسيير. ويرمي هذا القانون إلى توفير مناخ للتسيير الفعال للأنشطة الاقتصادية وإلى وضع حد نهائي لكل أشكال التدخلات في المهام الإدارية في القطاع المصرفي.

أولاً: الإصلاحات المالية للفترة 1971-1986

شهدت هذه الفترة إصلاحات أهمها الصلاح المالي لسنة 1971 وتلاه فيما بعد إصلاح 1986.

1- الإصلاح المالي لسنة 1971

جاءت هذه الإصلاحات في إطار المخطط الرباعي الأول 1970-1973 لتخفيف الضغط على الخزينة في تمويلها للاستثمارات، واعتمد هذا الإصلاح على الأسس الآتية³⁸⁴:

- إلغاء التمويل الذاتي حتى تتمكن الدولة من تطبيق التخطيط المركزي؛
- فتح حساب مالي لكل مؤسسة لدى بنك معين (توطين العمليات المالية)؛
- منع التعامل مع المؤسسات في مجال منح القروض باستثناء القروض الخارجية مما أدى إلزامية التعامل مع البنوك؛
- إلزام المؤسسات المشاركة في ميزانية الدولة.

وعلى إثر هذه الإصلاحات فقد تميز القطاع المالي:

- بإلغاء مبدأ التخصص للبنوك التجارية؛
- زيادة عمليات التخطيط المركزي ومركزية اتخاذ القرارات على مستوى هيئة التخطيط خارج البنك؛
- هيمنة الخزينة العمومية في نظام التمويل الذي تعد كوسيط.

³⁸⁴ طاهر لطرش (2003)، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، ص 181.

2- الإصلاح النقدي لسنة 1986

بظهور الأزمة الاقتصادية سنة 1986، تم إدخال إصلاحات مصرفية حتى تتسجم مع استقلالية المؤسسات الاقتصادية وذلك من خلال إصدار قانون 85-12 الصادر بتاريخ 19 أوت 1986 المتعلق بالبنوك والقروض، وقد جعل هذا القانون المؤسسات المصرفية مؤسسات اقتصادية تكتسب الشخصية المعنوية وتتعامل مع الأعوان الأخرى وفق ما تمليه قواعد التجارة.

كما يسمح هذا القانون بمنح الاستقلالية المالية للبنوك وأخضعها لمبدأ التوازن المحاسبي، وحدد القانون المهام والاختصاصات المتعلقة بالمؤسسات المصرفية التي يعتبرها أدوات لتنفيذ السياسة الخاصة بجمع الموارد وتعبئة وبالتالي المساهمة في تمويل الاقتصاد.

وقد أدخل هذا القانون إصلاحات جذرية في الوظيفة البنكية، حيث أعيد للبنك المركزي دوره بنك البنوك بإسناد المهام التقليدية للبنوك التجارية ورسم السياسة النقدية إذ أصبح منح القروض في إطار حدود المخطط الوطني للقروض³⁸⁵ وهذا تجسيدا لمبدأ الفصل بين البنك المركزي والبنوك التجارية من جهة والخزينة العمومية من جهة أخرى. إذ تم إزالة فكرة مركزية الموارد للخزينة العمومية وبموجب هذا القانون أصبح بإمكان البنوك التجارية منح القروض دون تحديد شكلها أو مدتها وحق متابعة استخدام القرض³⁸⁶.

ويعتبر المخطط الوطني للقرض ترجمة فعلية للوسائل والأهداف التنموية التي سطرته الحكومة في المجال المالي ليحقق أهداف جمع الموارد والعملة، ويتم إعداده وفق ثلاثة مراحل أساسية³⁸⁷:

- جمع المعلومات من المؤسسات الاقتصادية بتقدير من قبل مؤسسات القرض لتقدم للبنك المركزي لدراستها وتقديمها للوزارة المعنية؛
- تحديد التوازنات الكلية، يعد المجلس الوطني رفقة الحكومة مخطط قرض بالتوافق مع أهداف التنمية الاقتصادية؛
- تنفيذ المخطط من قبل البنك المركزي الجزائري.

3- قانون استقلالية البنوك 1988

³⁸⁵ طاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 194.

³⁸⁶ المادة 26 من القانون 86-12.

³⁸⁷ ياسين الطيب (2003)، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مجلة الباحث، العدد 23، ص 52.

لم يستطع القانون 86-12 التكييف مع الإصلاحات التي قامت بها السلطات خاصة بعد صدور القانون التوجيهي للمؤسسات، لأنه لم يستحدث قوانين تتماشى مع التنظيم الاقتصادي الجديد وعليه وجب تكييف القانون النقدي الذي يخلق انسجاماً مع المؤسسات.

وفي هذا الإطار جاء القانون المعدل والمتمم للقانون 86-12 الذي حدد المبادئ والقواعد التالية³⁸⁸:

- منح الاستقلالية للبنوك في إطار التنظيم الجديد؛
- دعم دور البنك المركزي في ضبط وتسيير السياسة النقدية لإحداث التوازن في الاقتصاد الكلي؛
- يمكن للمؤسسات المالية غير المصرفية توظيف نسبة من أصولها المالية في حيازة أسهم وسندات صادرة عن مؤسسات ناشطة بالتراب الوطني أو خارجه؛
- يمكن لمؤسسات القرض اللجوء إلى الجمهور من أجل الاقتراض على المدى الطويل، كما يمكنها طلب ديون خارجية.

والواضح أن هذه الإصلاحات هي نوعية فالبنوك أصبح ينظر إليها على أنها مؤسسة عمومية اقتصادية تسيير وفقاً للمبادئ التجارية والمردودية وكما يسمح لها بالتمويل سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي.

ثانياً: الجهات المنظمة للوظيفة المصرفية

تضمن القانون ثلاثة مستويات من السلطة لتنظيم الوظيفة المصرفية: مجلس النقد والقرض، بنك الجزائر واللجنة المصرفية.

1- مجلس النقد والقرض

يتكون هذا المجلس من محافظ رئيساً وثلاث نواب كأعضاء إضافة إلى ثلاث موظفين ساميين معينين بموجب مرسوم من رئيس الحكومة³⁸⁹، وهو مجلس إدارة البنك المركزي، وهو سلطة نقدية تتمتع بصلاحيات واسعة لإدارة شؤون البنك المركزي³⁹⁰.

³⁸⁸ بلعزوز بن علي وعاشور كتوش (2004)، واقع المنظومة المصرفية ومنهج الإصلاح، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية: واقع وتحديات، أيام 14-15 ديسمبر جامعة الشلف، ص 495.

³⁸⁹ المادة 32 من قانون القرض والنقد 90-10.

³⁹⁰ المادة 42 من قانون القرض والنقد 90-10.

يمارس هذا المجلس ضمن إطار هذا القانون المهام الآتية³⁹¹:

- إصدار النقود حسب ما هو منصوص عليه في المادتين 4 و 5 من قانون القرض والنقد؛
- تحديد أسس وشروط عمليات البنك المركزي؛
- تطوير مختلف عناصر الكتلة النقدية وحجم القروض؛
- تحديد شروط إنشاء البنوك التجارية والمؤسسات المالية؛
- وضع شروط فتح مكاتب تمثيلية للبنوك والمؤسسات المالية الأجنبية في الجزائر؛
- مراقبة ووضع الأسس والنسب المطبقة على البنوك والمؤسسات المالية وخاصة تغطية وتوزيع المخاطر والسيولة والملاءة؛
- مراقبة الصرف وتنظيم السوق وغرفة المقاصة.

كما يمكن للمجلس اتخاذ القرارات الفردية بالترخيص بإنشاء البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية والأجنبية وتقويض صلاحيات لتطبيق نظام الصرف.

2- بنك الجزائر

يسير مديرية بنك الجزائر المحافظ إضافة إلى ثلاثة من نوابه المعيّنين من طرف رئيس الحكومة لمدة 5 و6 سنوات على التوالي، ويتمتع هذا الجهاز بالصلاحيات والمهام الرئيسية التالية:

- يقوم البنك بإصدار الأوراق والقطع النقدية بواسطة شبكته المكونة من الوكالات الرئيسية وعلى المستوى الجهوي؛
- تسير احتياطيّات الذهب والعملات الأجنبية، حرية التداول بالشراء والبيع، الرهن، الاقتراض والخصم وإعادة الخصم.

ويمكن لبنك الجزائر استخدام أدوات السياسة النقدية كأعادة الخصم ومنح قروض مضمونة في حدود مبلغ يحدده المجلس أو التدخل في السوق النقدية بالشراء والبيع للسندات تستحق في أجل أقل من 06 أشهر، وفرض نسبة احتياطي على مجموع ودائع البنوك لا يمكن أن تتعدى 28%.

يعتبر بنك الجزائر المؤسسة المالية المخول لها القيام بجميع عمليات الخزينة المصرفية والتسليف. ويمكن له منح الخزينة كشوف الحساب الجاري لمدة أقصاها 240 يوما متتالية أو غير متتالية خلال سنة

³⁹¹ المادة 44 من قانون القرض والنقد 90-10.

واحدة، وعلى أن يتم بالتعاقد وفي حد أقصاه 10% من الإيرادات العامة للدولة المثبتة خلال السنة المالية الماضية، ويجب تسديد هذه التسبيقات قبل نهاية كل سنة.

ويقوم بنك الجزائر بدور بنك البنوك وسلطة وصية على النظام المصرفي، حيث أنه يحدد جميع المعايير التي يلتزم بها كل بنك بشكل دائم كالقواعد الاحترازية التي تضمن استمرارية القطاع، كما يحدد بشكل يومي معدل الصرف إضافة إلى تنظيم السوق.

3- اللجنة المصرفية

إن الهدف من إنشائها مراقبة تطبيق القوانين والأنظمة التي تخضع لها البنوك والمؤسسات المالي ومعاقبة المخالفات المثبتة³⁹². تتألف هذه اللجنة من المحافظ أو من نائبه وقاضيين من المحكمة العليا وعضوين يتمتعان بخبرة في الشؤون المصرفية والمالية وخاصة المحاسبة، ويتم تعيينهما من طرف رئيس الحكومة باقتراح من وزير المالية³⁹³.

تقوم هذه اللجنة بالمهام التي حددها لها القانون، وتتركز في³⁹⁴:

- إجراء الرقابة على أساس القيود والمستندات في مراكز البنوك والمؤسسات المالية؛
- في حالة مخالفة بنك أو مؤسسة مالية إحدى الأحكام القانونية أو التنظيمية للجنة المصرفية أن تسلط العقوبات التالية: التنبيه، اللوم، المنع من ممارسة بعض الأعمال وإلغاء الترخيص بممارسة العمل؛
- يمكن أن تمتد الرقابة إلى الشركات المتفرعة عن الشركات الجزائرية والموجودة في الخارج ضمن إطار اتفاقيات دولية.

ثالثا: الإصلاح المصرفي

ألزم التوجه لاقتصاد سوق السلطات الجزائرية القيام بجملة من الإصلاحات مست جميع الجوانب الاقتصادية والمالية خصوصا النظام المصرفي، فظهرت أساسا في الإصلاح النقدي 1986 ثم إصلاح 1988 ووصولاً بإصلاح 1990 و 1994 المتعلق بالقرض والنقد الذي تم بفضله وضع إطار قانوني للسياسات النقدية وتصحيح مسارها، وتلتها بعد ذلك القوانين المعدلة لسنتي 2001 و 2003. وقد اعتمدت

³⁹² المادة 143 من قانون القرض و النقد 90-10.

³⁹³ المادة 143 من قانون القرض و النقد 90-10.

³⁹⁴ المادة 143 من قانون القرض و النقد 90-10.

في ذلك على مساعدة المؤسسات الدولية لتحرير القطاع المصرفي من قيود تدخلات الدولة وتطلب الأمر سن تشريعات وفق ما تمليه قواعد العولمة.

1- قانون القرض والنقد 10-90

وضع قانون 10-90 النظام الجزائري المصرفي في مسار جديد تميز بإعادة تنشيط وظيفة الوساطة المالية وإبراز دور النقد والسياسة النقدية مما نتج عنه تأسيس نظام مصرفي ذو مستويين: حيث أعيد للبنك المركزي كل صلاحياته في تسيير النقد والائتمان في ظل استقلالية واسعة، وللبنوك التجارية وظائفها التقليدية بوصفها أعوانا اقتصادية مستقلة. كما تم الفصل بين دائرة ميزانية للدولة عن الدائرة النقدية من خلال وضع سقف للتسليف لتمويل عجز الميزانية مع تحديد مدتها واسترجاعها إجباريا³⁹⁵.

سمح قانون 10-90 بتحول السلطة النقدية إلى مجلس القرض والذي له صلاحيات إصدار قوانين متعلقة بالنقد وشروط إنشاء البنوك والمؤسسات المالية، إن أهم ما يميز هذا القانون:

- إلغاء التمويل الإجباري للحزينة العامة؛
- يعد البنك المركزي بنك البنوك وكسلطة نقدية تراقب نشاط البنوك التجارية وأصبح بإمكانه أن يحدد العامة بما يخدم أهداف السياسة النقدية.

في المادة 114 من القانون 10-90 أن البنوك هي أشخاص معنوية مهمتها الأساسية إجراء العمليات الموضحة في المواد 110-113 من نفس القانون التي تنحصر في:

- جمع الودائع والمدخرات من الجمهور؛
- منح القروض؛
- توفير وسائل الدفع للزبائن والعمل على إدارتها.

كما أتاح هذه القانون إنشاء فروع البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية، ويعود منح التراخيص إلى مجلس القرض والنقد³⁹⁶. وهذا الترخيص يكون خاضعا لمبدأ المعاملة بالمثل بمعنى أن تكون هناك أجنبية في هذا المجال بإنشاء فروع تابعة لمؤسسات مالية أو بنوك توجد مقراتها خارج الجزائر. ويمكن أن تكون في

³⁹⁵ بلعزوز بن علي و عاشور كنوش، مرجع سبق ذكره، ص416.

³⁹⁶ المادة 127 من القانون 10-90.

شكل مساهمة في رأسمال البنوك والمؤسسات المالية الخاضعة للقانون الجزائري شريطة أن تكون للأفراد أو الشركات الجزائرية نفس الامتياز في البلاد الأصلية لهذه المؤسسات³⁹⁷.

وإثر صدور هذا القانون، بدأ انفتاح القطاع المصرفي في اتجاه القطاع الخاص الوطني والأجنبي وتسارع خصوصا بعد سنة 1998، أصبح القطاع يتكون من 26 بنك ومؤسسة مالية عمومية وخاصة ومختلطة معتمدة من قبل مجلس القرض والنقد إضافة إلى بنك الجزائر والخزينة العمومية والمصالح المالية البريدية³⁹⁸.

كما جاء قانون 90-10 في الإسهام تحقيق الارتباط بين السوق السلي والسوق النقدي لتجنب الآثار التضخمية الذي قد يحدثه التوسع النقدي في الاقتصاد في المدى البعيد خاصة في الفترة التي ليس مقابل عيني، وبالتالي بات من الضروري أن يتم ذلك في إطار النمو المنتظم والمستمر للاقتصاد³⁹⁹.

نجم عن تحرير سوق القرض والنقد إزالة القيود المنتظمة، وترتب عن هذا التحرير النتائج التالية⁴⁰⁰:

- إلغاء احتكار الدولة للنشاط المصرفي؛
- تحرير سعر الفائدة إذ أصبح يخضع لإدارة كل بنك على حدا شريطة احترام السقف الأدنى والأقصى المحدد من قبل الجمعية المهنية للبنوك⁴⁰¹؛
- تحرير آليات إعادة تمويل البنوك، حيث استبدل في التعديل الهيكلي اتفاقيات إعادة الخصم والتراخيص المسبقة بالرقابة الخارجية؛
- انفراد بنك الجزائر بالسلطة النقدية.

وعلى الرغم من السياسة النقدية التي تبناها بنك الجزائر فإن النتائج كانت ضعيفة، نتيجة لعدم استجابة الجهاز المصرفي من حيث قدرته على تعبئة الموارد وتراكم القروض المشكوك في تحصيلها.

وفي نفس الآونة التي شهدت فيها المؤسسات العمومية تعثرا ماليا ولا يخفى هيمنة بنك الجزائر على السلطة النقدية، تبقى نصوصا تشريعية لا غير نتيجة احتواء قانون القرض والنقد على تناقضات تتمثل

³⁹⁷ المادة 130 من القانون 90-10.

³⁹⁸ رغم هذا الانفتاح إلا أن البنوك الوطنية تظل المهيمنة على القطاع، إذ يتجمع لديها ما يقرب 90% من الموارد ومنح 95% من القروض لأنها في حالة ترقب للسياسة الإصلاحية المتبناة من قبل السلطات الجزائرية.

³⁹⁹ المادة 55 من قانون 90-10.

⁴⁰⁰ الجيلالي عجة، الإصلاحات المصرفية في القانون الجزائري في إطار التسيير الصارم، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، عدد 4، ص316.

⁴⁰¹ بلغ سعر الفائدة خلال فترة التعديل الهيكلي ما بين 10% و 17% مع ميل تدريجي للانخفاض والذي لم يلق قبولا من المستثمرين واعتبر كأحد عوائق الاستثمار.

في وجود تصورات للحكومة مختلفة عن تصورات البنك من جهة ومن جهة أخرى يعتبر رئيس الحكومة المسؤول الأول أمام رئيس الجمهورية والمجلس الشعبي من تنفيذ البرنامج الاقتصادي كما تقتضي ذلك صرامة المادة 78 من الدستور.

وقد أدرج هذا القانون مركزية المخاطر إذ تنظم وتسير من قبل بنك الجزائر تتكفل بجمع أسماء المستفيدين من القروض، وطبيعة وسقف هذه القروض الممنوحة والضمانات المقدمة لكل القروض من جميع البنوك والمؤسسات المالية. إضافة إلى الوظيفة الإعلامية لمركز المخاطر فإن وجودها يسمح بتحقيق⁴⁰²:

- مراقبة ومتابعة نشاطات المؤسسات المالية وتقييم مدى الالتزام بمعايير وقواعد العمل التي حددها بنك الجزائر؛
- المفاضلة بين القروض المتاحة بناء على معلومات صحيحة نسبيا؛
- تركيز المعلومات المرتبطة بالقروض ذات المخاطر في خلية واحدة للبنك.

2- الاتجاه نحو تعديل قانون القرض والنقد

لقد أرجع الكثير ضعف التشريعات البنكية لوجود نقائص في القانون 90-10 فيما يخص شروط اعتماد البنوك الخاصة وتقوية نظم مواجهة الأخطار وفي صلاحيات وتأسيس مجلس القرض والنقد لذا تم إصدار قانونين يعدلان قانون القرض والنقد سنتي 2001 و 2003.

وقد سعى المشرع من خلالهما إلى تمكين بنك الجزائر بالقيام بوظائفه وتقوية تعاملاته مع الحكومة في المجال المالي وحماية البنوك وودائع الجمهور من المخاطر. وأهم هذه التعديلات حسب ما جاء به الأمر 01-01 والأمر 03-11:

- تجزئة مجلس النقد والقرض إلى جهازين إذ يتكون الجهاز الأول من مجلس الإدارة الذي يشرف على إدارة وتسيير شؤون البنك المركزي ضمن الحدود المنصوص عليها قانونا، أما الجهاز الثاني فهو مكلف بأداء دور السلطة النقدية والتخلي عن دوره كمجلس إدارة بنك الجزائر⁴⁰³.
- لا يمكن للمحافظ أو نوابه ممارسة أي نشاط أو وظيفة أو مهنة مهما تكن أثناء ممارسة وظائفهم ماعدا تمثيلهم للدولة لدى مؤسسات عمومية دولية ذات طابع مالي أو نقدي أو اقتصادي. كما

⁴⁰² المادة 160 من قانون 90-10.

⁴⁰³ المادة 03 من الأمر 01-01 الصادر في 2001.

تم إلغاء بند عدم السماح للمحافظ أو نوابه الاقتراض من أية مؤسسة جزائرية أو أجنبية. وقد يصدر رئيس الجمهورية مرسوما بإقالة المحافظ أو نوابه في حالة العجز الصحي أو الخطأ الفادح⁴⁰⁴.

- لا يمكن مزاولة النشاط البنكي إلا من خلال البنك أو المؤسسات المالية المتخصصة، وجاء القانون بجملة من الشروط المحددة لطبيعة الأشخاص الذين بإمكانهم إنشاء بنوك خاصة إذ لا يمكن لأي شخص يعمل في مجلس النقد والقرض العمل في بنك خاص أو مؤسسة مالية أو أن يكون عضوا في مجلس إدارتها بشكل مباشر أو بتقويض . ولا يمنح الاعتماد لمرشح ارتكب جرائم متصلة بالمشروعات غير القانونية والتحقيق في مصادر أمواله⁴⁰⁵.
- توضيح وظائف مجلس الإدارة الذي يعتبر السلطة التشريعية القائمة على إصدار النصوص والقواعد التنظيمية المطبقة في بنك الجزائر والمخول لها قانونا البث في المنازعات والتأسيس كطرف مدني في الدعاوي القضائية⁴⁰⁶، وأوكلت للمجلس مهام حماية وزبائن البنوك والمؤسسات المالية في مجال المعاملات المصرفية والتشاور والتنسيق بين بنك الجزائر والحكومة⁴⁰⁷.

إلى جانب ذلك مواد أخرى من الأمر 03-11 تمنع جريمة تبييض الأموال وإفشاء السر المصرفي وجرائم الاختلاس واستغلال البنك لأغراض شخصية وتلزم المؤسسات البنكية على تقدير الأخطار المتعلقة بالنشاط مسبقا.

رابعا: أوجه الإصلاح المصرفي

إن متطلبات التحول الاقتصادي تملي تجسيد برامج إعادة هيكلة مالية للبنوك وفق ما جاءت به النصوص التشريعية والقوانين.

1- التطهير المالي⁴⁰⁸

لقد شرعت السلطات المختصة في التطهير المالي منذ سنة 1991 إلى غاية 2001 وذلك قصد التكفل بالأعباء المالية للبنوك التي كان لها دورا في منع فتح رأسمالها للخواص. لقد سمح هذا البرنامج للبنوك

⁴⁰⁴ المادة 13 من الأمر 01-01.

⁴⁰⁵ المادة 80 من الأمر 03-11.

⁴⁰⁶ المادة 19 من الأمر 03-11.

⁴⁰⁷ في هذا الإطار، فقد جاء هذا الأمر محددا الأطر لعلاقة بنك الجزائر والحكومة بمنحه الاستقلالية التي تمكنه من رسم السياسة النقدية وتنفيذها في الرقابة التي تمارسها وزارة المالية التابعة للحكومة على خلفية الفضائح المالية التي هزت الاقتصاد وعلى رأسها إفلاس بنك الخليفة.

⁴⁰⁸ عن تقرير بنك الجزائر، 2001، ص52.

بإعادة شراء القروض المشكوك فيها على المؤسسات العمومية من طرف الخزينة العمومية والمقدرة بحوالي 275.4 مليار دينار بين 1991-1992 كخطوة أولى، أما خلال الفترة 1996-1998 فقد بلغت الديون المتعثرة 168.7 مليار دينار التي تم شراؤها من قبل الخزينة بمعدل فائدة 12%.

وخلال سنتي 2000-2001 فقد تمت عملية شراء جديدة للقروض المتعثرة واستبدلت بسندات خزينة تستحق لمدة 6 سنوات بمعدل فائدة 6%. إذ خصص مبلغ 67 مليار لإعادة شراء الحقوق المترتبة على صندوق التوفير والاحتياط، في قدر مجموع المبالغ عن العمليات السابقة 224 مليار دينار وبلغت نسبة التكلفة الإجمالية لبرنامج التطهير المالي 15% من الناتج الداخلي الخام. تتطلب اعتماد هذه السياسة من بنك الجزائر إعادة الرسملة انسجاما مع نسبة كفاية رأسمال.

2- إعادة الرسملة⁴⁰⁹

يجدر التنكير بأن عملية الرسملة قد تزامنت مع إدراج عقود النجاعة بين الحكومة ومدراء البنوك لأجل احترام نسيه كفاية رأسمال المحددة من قبل بنك الجزائر. وقد كان هذا الإجراء من أهم العوامل التي اعتمدتها السلطات الجزائرية قصد تشجيع البنوك البحث عن منافذ جديدة في السوق غير المؤسسات العمومية لإرساء مبدأ حرية منح القروض المستند إلى أسس تجارية، تدعيم وتطوير الوساطة المالية وإرساء مبدأ المنافسة تمهيدا لخضخضة البنوك وذلك من خلال:

- تم إنفاق مبلغ 10 مليار دينار سنة 1995 لإعادة رسملة بنك الجزائر الخارجي وبنك القرض الشعبي الجزائري وذلك عن طريق توقيع عقود النجاعة؛
- أصدرت الحكومة ما قيمته 24.6 مليار دينار، سنة 1995، سندات خزينة مدتها 20 سنة لإعادة رسملة البنوك التجارية الأربعة ماعدا بنك الجزائر الخارجي؛
- تمت إعادة الرسملة للصندوق الوطني للادخار والإسكان بعد تحويله إلى بنك الإسكان إذ قدر بمبلغ 8 ملايين دينار وذلك خلال سنة 1997؛
- إعادة رسملة بنك الجزائر الخارجي وبنك التنمية المحلية سنة 2001 وخصص لهذه العملية مبلغ 50 مليار دينار.

3- التحرير المصرفي

⁴⁰⁹ سميرة عطوي، مرجع سبق ذكره، ص 205.

يمكن الأساس الأول في سياسة التحرير المصرفي هي ترك حرية الدخول إلى مجال العمل المصرفي وذلك حتى يتسنى للقطاع الخاص منافسة البنوك المحلية التي تبقى تحت هيمنة الدولة، ومن ثم تحسن عملية الوساطة المالية وذلك من خلال تسهيل انتقال الأموال بين وحدات الفائض ووحدات العجز النقدي بأدنى التكاليف وفي زمن قياسي. وهذا يتطلب توفير أدوات ووسائل دفع⁴¹⁰. ولا بد أن يرتبط ذلك بتحرير حسابات رأسمال لأن ذلك من شأنه تحقيق ما يلي⁴¹¹:

- تعزيز الكفاءة في الاقتصاد الدولي عن طريق التشجيع على التخصيص في إنتاج الخدمات المالية؛
- رفع الكفاءة في القطاع المالي من خلال زيادة المنافسة.

فالمنافسة الأجنبية تلزم المؤسسات المحلية بأن تكون أكثر كفاءة وتوسع ما تقدمه من خدمات. كما أنها تسرع من نقل التكنولوجيا المالية، وهي مسألة جوهرية لها أهميتها للبلدان النامية إذ تكسبها ميزة تحقيق تكامل أسواقها مما يساعدها في الانتقال من الوساطة المالية إلى لا وساطة المالية وإطلاق حركة التمويل من الأسواق المالية. إن هذه الأخيرة توفر مصدرا للتمويل تتيح فرصة تنويع المخاطر، المفاضلة بين الأسهم والسندات. كما أن الحاجات التمويلية المتزايدة للشركات ظهرت عملية التوريق إضافة إلى أشكال أخرى كالخيارات، عقود المبادلات والعقود المصرفية.

4- تحرير أسعار الفائدة

إن تحرير توجيه الائتمان المصرفي يعمل على أن توجه البنوك المشروعات ذات الميزة التنافسية، ومن ثم استخدام أفضل لموارد البنوك وتحقيق مزايا للاقتصاد سواء من تحسين العجز في ميزان المدفوعات أو بتوفير العملة الصعبة وبالتالي زيادة موارد الدولة ومن ثم حرية توجيه الائتمان المصرفي مرتبط بمنافسة في تحديد أسعار الفائدة دون تدخل من الدولة⁴¹².

5- خصخصة البنوك

تعتبر أحد نتائج العولمة والتوجه نحو الخصخصة في الدول النامية وذلك بعد زوال الملكية العامة للبنوك في ظل تحول الكثير من هذه الدول إلى تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي والتحول نحو آليات السوق. وتتلخص أهم الدوافع في مواجهة التحديات التي تواجه العمل المصرفي في ظل التغيرات

⁴¹⁰ كريم التاشاشي وآخرون (1998)، الجزائر تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ص 68.

⁴¹¹ علي بطاهر (2004)، سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة شمال إفريقيا، العدد الأول، ص 136.

⁴¹² علي بطاهر، مرجع سبق ذكره، ص 138.

المصرفية العالمية والتكيف مع ما جاءت به اتفاقية تحرير الخدمات المالية في إطار اتفاقية الجات ومنظمة التجارة العالمية والتي حددت أهدافها في⁴¹³:

- تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة كفاءة أداء الخدمات المصرفية؛
- الرفع من التنافسية في السوق المصرفي وتوسيعا لقاعدة الملكية؛
- ترشيد الإنفاق العام وتحسين الأداء الاقتصادي.

وجرت مفاوضات حول خصخصة القرض الشعبي الجزائري على أن تتم هذه العملية خلال السداسي الأول من سنة 2007 بالتنازل لصالح بنك الأعمال الفرنسي روتشيل عن 51% من الأسهم كأول مرحلة إلا أن الحكومة أوقفت عملية الخصخصة بعد انسحاب مجموعة سيتي بنك الأمريكي بسبب أزمة الرهن العقاري.

المبحث الرابع: نشأة وتحليل واقع بورصة القيم المنقولة في الجزائر للفترة

(2009-2013)

إن الإصلاحات التي عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات أدت إلى نشأة صناديق المساهمة التي تملك أسهم المؤسسات باعتبارها شركات مساهمة بعد إصدار قانون جانفي 1988، مما استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات.

وفي سنة 1990 قامت السلطات بتحضير شروط قيام سوق مالية من خلال هيئة مؤهلة تسمى الجمعية العامة لصناديق المساهمة التي أنشأت شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس الدور الذي تقوم به البورصة في الدول المختلفة، والتي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة⁴¹⁴.

أولاً: نشأة بورصة الجزائر⁴¹⁵

في إطار البرنامج الإصلاحي الذي بدأ منذ سنة 1988، كانت المساهمة الفعلية في إنشاء بورصة الجزائر سنة 1990 ومنذ ذلك الحين مرت بمراحل مختلفة.

⁴¹³ آسيا مرابط، العولمة وآثارها على الجهاز المصرفي، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية: واقع وتحديات، أيام 14-15 ديسمبر جامعة الشلف، ص 243-244.

⁴¹⁴ شمعون شمعون (2005)، البورصة - بورصة الجزائر - دار هومة، الجزائر، ص 79.

⁴¹⁵ محمد زيدان وآخرون (2006)، دور السوق المالي في التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق - ، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، بكرة، ص 04.

1- المرحلة التقريرية (1990-1992)

نص المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى. وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء شركة القيم المنقولة، وخلال شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال قدره 320000 دج يوزع بحصص متساوية بين الصناديق.

وفي سنة 1992، ونظرا لبعض الصعوبات تم رفع رأسمالها إلى 9320000 دج كما غير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية، كما تم إصدار المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة والرسوم رقم 91-170 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدارها.

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996)

بموجب المرسوم التنفيذي 93-08 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة إذ سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم وهو ما يتوافق إنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر.

3- مرحلة الانطلاق الفعلية (1996-1999)

مع نهاية 1996، كانت كل الظروف مهيأة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية واختيار الوسطاء الماليين وقد تم إصدار أول ورقة مالية مع نهاية 1997 السند القرض لسونا طراك وتلاه فيما بعد إصدارات لثلاثة أسهم لمؤسسات عمومية بغرض رفع رأسمالها. وتعد البورصة المكان الذي يتم فيه تداول القيم المنقولة، وتعد وسيلة فعالة جدا لأجل⁴¹⁶:

- تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتعزيز قيمة الشركات المدرجة؛
- توسيع العمل الاستثماري وتعميمه؛
- تحسين الحكم الراشد لدى الشركات؛
- ضمان استدامة الشركات والارتقاء بسمعتها.

⁴¹⁶ عن الموقع الإلكتروني : www.sgvb.org/commons/ar/document/document833843090.pdf, p 02

وقد تجلت مجموعة من الصعوبات التي حالت دون انطلاق البورصة في تعبئة المدخرات للأسباب التالية⁴¹⁷:

- عدم ملائمة المحيط الاقتصادي بالرغم من وجود هياكل للسوق التي لم تكن على قدر كاف من الجاهزية؛
- غياب المتخصصين والقانونيين في هذا المجال والوساطة المالية؛
- قلة المؤسسات العمومية المدرجة بسبب عدم استيفائها شروط الإدراج بالسوق.

ثانيا: تنظيم بورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر تجمعا يشمل العديد من المؤسسات والمهنيين التي تمت الإشارة إليهم في المرسوم التشريعي 10-93.

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁴¹⁸ (COSOB)

أنشأت اللجنة موجب المرسوم التشريعي 10-93 المؤرخ بتاريخ 23 مايو 1993، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. تتكون اللجنة من رئيس و6 أعضاء، يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهد مدتها 4 سنوات بينما أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة لمدة 4 سنوات.

تخصص للجنة إعانة تمنح لها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها وتحدد هذه الأتاوى وتحصيلها وفق التنظيم المعمول به.

تتولى اللجنة مهمة تنظيم السوق للقيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خصوصا على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة بغرض الإدراج في السوق، ومراقبة بعدية على الشركات المدرجة وتعلق بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها الشركات: الكشوف المالية والتقارير السنوية.

⁴¹⁷ شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 80.

⁴¹⁸ عن التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2010، ص 9.

- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها وتنصب على مراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة وماسكي الحسابات وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي وهيئات التوظيف الجماعي،

وتسمح هذه الرقابة بالتأكد من:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف؛
- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر؛
- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية السارية المفعول.

وللقيام بهذه المهام فقد زود المشرع هذه اللجنة بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق وتأديب وتحكيم.

2- شركة إدارة البورصة⁴¹⁹ (SGVB)

وهي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 475200000 دج، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي 10-93 وتحقق انجازها في 25 مايو 1997. وتمثل الشركة إطارا تنظيميا ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها.

وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة في البورصة، وتعود ملكية الشركة أساسا للوسطاء في عمليات البورصة: بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الوطني الجزائري والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التي يتم تنفيذها تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وتتمثل أساسا في:

- التنظيم الفعلي للإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- التنظيم العادي لحصص التداول وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة؛

⁴¹⁹ عن الموقع الرسمي لشركة إدارة البورصة: www.sgvb.org

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية.

3- الوسطاء في عمليات البورصة⁴²⁰ (IOB)

حدد المرسوم التشريعي 90-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993 وضع الوسطاء في عمليات البورصة ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، وهي الجهة المانحة للاعتماد.

يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة، وحاليا يتواجد ببورصة الجزائر 07 وسطاء في عمليات البورصة: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري والبنك الفرنسي بالجزائر.

يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية بموجب المرسوم وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- ضمان السير الحسن للمعاملات المالية وإرشاد المستثمرين.

ويتم اعتمادهم حسب الشروط المحددة من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها⁴²¹ لشخص طبيعي أو معنوي. فيشترط في الأشخاص الطبيعيين توفر ما يلي:

- أن تقل أعمارهم عن سن 25 سنة؛
- أن يكون لديه محلا وملائما لممارسة النشاط؛
- التمتع بالأخلاق والنزاهة لحماية المدخرين؛

⁴²⁰ مرجع سبق ذكره.

⁴²¹ المادة 02 من الفصل الأول القسم الأول من الأمر رقم 96-03 الصادر 03 جوان 1996 المتعلق بشأن اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

- التمتع بتكوين عالي المستوى في هذا المجال؛
- تقديم ضمان كاف قدره 500000 دج.

أما بالنسبة للأشخاص المعنوية بالإضافة إلى الشروط السابقة في المكلف بالإدارة في الشركة (شروط الشخص الطبيعي) فإنه يجب أن يحوز على رأسمال لا يقل عن 1000000 دج، وفي هذا الصدد فقد تم اعتماد 05 شركات: شركة الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة، المؤسسة المالية للرشاد والتوظيف، مؤسسة توظيف القيم المنقولة واتحاد بنك.

4- المؤتمر المركزي⁴²²

وهي شركة ذات أسهم يخضع القانون الأساسي وتعيين مسيرها لموافقة الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. تكون المساهمة مفتوحة فقط للوسطاء في عمليات البورصة وللشركات المصدرة للسندات ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وتبقى المساهمة الدنيا محددة بمبلغ 2 مليون دج. ويساهم في تأسيس هذه الشركة كلا من:

- المساهمون المؤسسون: وتشمل 5 بنوك عمومية البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري والبنك الخارجي الجزائري.
- الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون.

يكلف المؤتمر المركزي بالمهام الآتية:

- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير السندات؛
- يسمح بالتعامل مع طرف واحد في مجال تسيير السندات عن طريق الوسطاء الماليين (سندات مسعرة أو غير مسعرة، طويلة أو قصيرة الأجل..)؛
- يسمح بإزالة الطابع المادي عن سندات الشركات المسعرة في بورصة الجزائر ويسهل تعميم إزالة الطابع المادي عن السندات إذا ما قررت السلطات العمومية ذلك؛

⁴²² عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (2004)، الاستعلام عن المؤتمر المركزي عن السندات، ص ص 3-4.

- يسمح لمصدري السندات بتقليص بشكل محسوس تكاليف اللجوء العلني للادخار لاسيما منها تلك المتصلة بطبع الشهادات المادية؛
- يضمن تزامن عمليتي التسليم والتسوية حيث يتم تسليم السندات والتسوية النقدية وذلك بتقييد السندات لدى المؤتمن المركزي وتقييد النقود لدى بنك الجزائر؛
- يسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات؛
- يحسن بشكل كبير معالجة العمليات على السندات؛
- ضمان عدم إتلاف أو سرقة أو ضياع السندات.

وعليه فالسندات التي تكون موضوع عملياته قد تشمل:

- سندات الخزينة وسندات الدين القابلة للتداول؛
- القيم المنقولة أسهم أو سندات دين مسعرة أو غير مسعرة؛
- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- السندات من ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية؛
- كل مجموعة السندات التي تخول لحائزيها حقوقا مماثلة.

5- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة⁴²³

تهدف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن لاستثماره في السوق المالية حسب توظيف محددة.

يمكن أن يستثمر الادخار الذي تجمعه في مختلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية والتي على أساسها تصنف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

- هيئات توظيف جماعي ذات أسهم: 60% من الحافظة أسهم.
- هيئات توظيف جماعي ذات سندات: 60% من الحافظة سندات وسندات شبيهة.
- هيئات توظيف جماعي نقدية: 60% من الحافظة هي أدوات السوق النقدية.
- هيئات توظيف جماعي متنوعة: لا تحدد أية نسبة من السندات المكونة للحافظة.

⁴²³ عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (2004)، الاستعلام عن هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، ص ص 2-7.

وهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للحافظة وفق الفرص التي تتيحها السوق، ويتم التمييز بين نوعين من الهيئات للاستثمار وهما شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف ويحدد رأسمال الأدنى المطلوب بمبلغ 5000000 دج بالنسبة للنوع الأول و1000000 دج للنوع الثاني، والهدف من إنشائها:

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت وبالتالي الحصول على أنواع مختلفة من السندات؛
- وضع سياسة استثمار واضحة مراعية في ذلك تنويع المخاطر؛
- الاحترافية والمهنية في التسيير؛
- توجيه التوظيف المنصوص عليه في وثيقة الإعلام بالمنتج؛
- وضع إطار قانوني وتنظيمي لحماية المستثمرين ومدخراتهم.

وللقيام بهذه المهام من خلال السهر على احترام القواعد الاحترازية التي تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وتحدد هذه القواعد نسب السندات التي تشكل المحافظ وفي تقييم الأخطار المترتبة عن تقلبات الأسواق.

6- حافظو السندات ماسكو الحسابات⁴²⁴

وهي البنوك والمؤسسات المالية التي تمتلك صفة الوسيط في عمليات البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية للقيم المنقولة المكتتب فيها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية. ويتولى ماسكو السندات المهام الآتية:

- حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم أصحابها؛
- تنفيذ التعليمات التي يستلمها (التداول، الرهن، التحويل...)؛
- تطبيق العمليات على السندات (دفع الفوائد، نقل الحقوق...)؛
- إشعار أصحاب السندات بالتنفيذ، حركات حساباتهم و العمليات على السندات.

ثالثا: نظام التسعير في بورصة الجزائر⁴²⁵

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول في البورصة يومي الاثنين والأربعاء من الساعة 9.30 إلى الساعة 11.00 بالنسبة للأسهم والسندات للشركات المدرجة، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات

⁴²⁴ عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (2004)، الاستعلام عن حافظو السندات ماسكو الحسابات، ص35.

⁴²⁵ عن شركة تسيير البورصة عن الموقع الإلكتروني: www.sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=147

الخزينة العمومية. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام الكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت.

ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع؛
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للتداول.

يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم والسندات وفقا للسعر المحدد في السوق.

رابعا: نظام الإدراج في بورصة الجزائر

تتضمن عملية الإدراج ثلاث مراحل⁴²⁶

1-مرحلة ما قبل الإدراج

وتمثل الخطوة الأولى التي أن يتبعها المصدر مهما كان شكلها قبل عملية الإدراج وتتضمن المراحل التالية:

- القرار بإجراء العملية تعتبر الجمعية الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للدخار ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة إلا الصلاحيات التي تمكنها من تفعيل هذه العملية.
- الإعداد القانوني للشركة والأسهم ويقتضي فحص قانوني دقيق للشركة وذلك لأن الشركة كثيرا ما تلزم بإجراء تغييرات في نظامها الأساسي والقانوني وهيكل رأسمال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.
- تقييم الشركة إذ يتم تقييم أصولها من خلال تقرير يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين.
- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق.

⁴²⁶ عن شركة تسيير البورصة عن الموقع الالكتروني: www.sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=163

- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المتضمنة تفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات.
- إيداع ملف القبول لدى اللجنة لدراسته لمدة شهرين.
- كشف النتائج في حال استيفاء الشروط يتم الإعلان بأن العرض ايجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور.
- التسوية إذ يقوم المؤتمن المركزي بتسوية العملية وذلك في غضون 3 أيام.

2-مرحلة الإدراج

وهي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة وذلك بعد حصول الشركة على قرار القبول، كما تنشر شركة تسيير البورصة نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

3-مرحلة ما بعد الإدراج

وهي المرحلة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق المالية وعليه يترتب:

- عقد السيولة إذ يتيح للشركة لأجل ضبط أسعار الأسهم بشراء أسهمها بموجب عقد سيولة.
- نشر المعلومات إذ تصبح للشركة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير من شأنه أن يؤثر على أسعار السندات.

وتستفيد الشركات من المزايا التالية لعملية الإدراج⁴²⁷:

- رفع رأسمالها وتعزيز الأموال الخاصة؛
- تنويع مصادر التمويل من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين القدامى؛
- توسيع نطاق المساهمون وذلك بدخول مساهمين جدد للشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها؛
- تعزيز الشهرة وذلك بتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

إضافة إلى ذلك هناك فوائد مباشرة أخرى نذكر منها أساسا تحقيق استدامة الشركة ومراقبة أدائها عن طريق ممارسة الحوكمة.

⁴²⁷ عن شركة تسيير البورصة عن الموقع الإلكتروني: www.sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=150

ولتحقيق المزايا السابقة الذكر، لا بد من توافر شروط الإدراج⁴²⁸:

- يجب أن تكون الشركة منظمة في شكل شركة مساهمة؛
- أن يكون رأسمال أدنى مساويا على الأقل 5000000 دج؛
- نشر المعلومات المالية للسنوات الثلاثة الماضية مع الكشف التي تخص السنة التي تم خلالها طلب الإدراج؛
- أن تقدم تقريرا عن أصولها يعده عضو من الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين غير محافظ الحسابات للشركة؛ أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم يتم إعفاؤها من هذا الشرط من قبل اللجنة؛
- إثبات هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- طرح للاكتتاب سندات رأسمال بما يمثل 20% على الأقل من رأسمال الشركة؛
- ينبغي أن توزع السندات على 150 مساهم كحد أدنى.

يتم إدراج السندات المصدرة من المؤسسات والتي يتم قبولها من طرف اللجنة وفقا لما يلي:

- العرض العمومي للبيع بسعر أدنى ويوضع تحت تصرف الجمهور عددا من السندات بتاريخ الإدراج بسعر أدنى يقبله المصدرون للتنازل عنها.
- العرض بسعر ثابت ويسمح للجمهور اقتناء أوراقا مالية بسعر يحدد سلفا، وبعد جمع الأوامر الخاصة بالشراء بسعر العرض وحالة نجاحه فإن السعر المحدد هو ذلك سعر العرض.
- الإجراء العادي ويكون في حالة دعوة عمومية للاذخار قصد رفع رأسمال أو إصدار سندات حيث يتم نشر سعر الإصدار الموافق عليه من طرف شركة تسيير البورصة في جدول التسعيرة للتفاوض عليه وفق شروط السوق أين يتحدد سعر التنازل على أساس العرض والطلب.

خامسا: تحليل واقع السوق المالي للفترة (2009-2013)

نظرا لأهمية الأسواق المالية في التطور الاقتصادي لأي دولة وتوفير التمويل اللازم للقطاعات المختلفة وبالتالي المساهمة في النمو الاقتصادي . ولهذا فقد شهدت صناعة الأوراق المالية تطورا هاما

⁴²⁸ عن شركة تسيير البورصة عن الموقع الإلكتروني: www.sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=149

خلال فترة زمنية قصيرة ومن كافة النواحي، حيث عرفت الأسواق المالية الدولية تطورات تقنية هائلة من حيث مكننة كافة أعمالها وخاصة تطوير أنظمة التداول والتسوية والمقاصة. وقد صاحب هذه التغيرات ثورة كبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات ونشرها عبر شبكة المعلومات، الأمر الذي استدعى من الأسواق العربية عامة والجزائر خاصة بذل مختلف الجهود للحاق بركب هذه التغيرات.

والجزائر على غرار كثير من الدول باشرت إصلاحات اقتصادية وهيكلية انبثق عنها ولادة بورصة الجزائر كآلية لتمويل مباشر للمؤسسات وتعبئة المدخرات. غير أن هذه السوق الفتية فقد واجهت العديد من المعوقات على مستوى مختلف الأصعدة التشريعية والتنظيمية والاقتصادية وحتى غير الاقتصادية كالحكم الراشد، حرية التعبير، الفساد وغيرها من المظاهر الأخرى، التي حالت من تحقيق الأهداف المرجوة. لذا فيظهر لنا جلليا المباشرة في إصلاح السوق ورفع التحديات بهدف الوصول بالسوق على درجة من الحداثة والتطور تلبي متطلبات المستثمرين المحليين والدوليين.

1- ملامح البيئة الاقتصادية

قبل التطرق لتحليل أداء بورصة القيم المنقولة بالجزائر، يجدر بنا إلقاء نظرة شمولية للظروف الراهنة سواء تعلق الأمر بالظروف الاقتصادية الكلية والدولية.

1-1- النتائج الاقتصادية الكلية

لقد تعززت المؤشرات الاقتصادية الكلية والمالية الرئيسية للجزائر منذ سنة 2009 بالرغم من الأزمة العالمية، يلخص الجدول أدناه أهم هذه المؤشرات للفترة (2009-2013).

جدول رقم 4-3: المؤشرات الاقتصادية الكلية (2009-2013)

المؤشرات	2009	2010	2011	2012	2013
معدل نمو PIB (%)	2,4	3,3	2,4	2,6	3,4
PIB خارج المحروقات (م.د.)	35,4	105,8	117,3	128,3	139,9
معدل التضخم (%)	5,94	3,93	4,49	8,40	5,00
معدل الاستثمار نسبة من PIB (%)	46,7	41,4	39,8	38,7	39,2
معدل نسبة الادخار من PIB (%)	47	48,4	50	48,7	47,1
صندوق ضبط الإيرادات (م.د.)	4316,5	4440,9	4234,9	4170,3	-
ديون خارجية (م.د.)	5,4	5,8	5	4,5	4,8
عجز الميزانية نسبة من PIB	10,4	11,1	10	9,40	8,90

19,8	20,9	26,8	18,2	7,8	فائض الميزان التجاري (م.د.)
2	1,7	1,7	1,9	2,5	صافي IDE (م.د.)
-	4056	3677	3348	3187	قروض للاقتصاد الوطن (م.د.)
	75,8	72,2	67,7	71,5	نسبة السيولة (%)

المصدر: توقعات صندوق النقد الدولي عن الموقع الإلكتروني: www.trésor.economie.gouv.fr/pays/algérie

من خلال قراءة لهذا الجدول يمكن استخلاص الملاحظات التالية:

- تحسنت الوضعية المالية للجزائر ابتداء من سنة 2009 إذ انخفضت الديون الخارجية من 5,4 مليار دولار إلى 4,8 سنة 2013، ومع الارتفاع المحسوس لسيولة صندوق ضبط الإيرادات التي بلغت حدود 4170,3 مليار دينار سنة 2012 الذي من شأنه أن يسهم في تمويل النفقات العمومية وهذا ما سجله فعلا الانخفاض في عجز الميزانية من 10.4% سنة 2009 إلى 8.90% سنة 2013.
- كما شهدت نفس الفترة (2009-2013) ارتفاعا في معدل نمو الناتج الداخلي الخام متجاوزا 2.4% ليلبلغ 3.4% وكذلك معدل نمو الناتج الداخلي الخام خارج المحروقات عرف تزايدا مستمرا 35.4 مليار دولار سنة 2009 ليصل حدود 139.9 مليار دولار سنة 2013 وهذا ما يؤكد حرص الدولة على إستراتيجية تنموية تعتمد على تنويع الصادرات خارج المحروقات. وقد سجل الميزان التجاري فائضا خلال فترة الدراسة، رغم الانخفاض خلال سنتي 2012 و 2013، وهذا مرده الاستفادة من ارتفاع الأسعار السوقية للنفط واستقرارها في الأسواق الدولية.
- وتجدر الإشارة إلى أن التدابير المتخذة في قوانين المالية التكميلية لسنتي 2009 و 2010⁴²⁹ قد ساهمت في التخفيف بصورة محسوسة من فاتورة استيراد بعض أصناف المنتجات⁴³⁰. وفي حين يظل معدل التضخم مرتفعا نسبيا ليقفز إلى أعلى مستوى له سنة 2012 بمعدل 8.40%، ما يفسر لنا زيادة الميل للادخار ليرتفع من مستوى 47% إلى مستوى 50% وهو الفائض في السيولة لدى المؤسسات المالية، ثم لينخفض مرة أخرى ويستقر عند معدل 5% سنة 2013. والسبب وراء ذلك يعود إلى ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية للزيادات في أجور التوظيف العمومي ما أدى إلى ارتفاع نسبة الكتلة النقدية المتداولة في السوق دون أن يقابلها إنتاج حقيقي، إذ تجاوزت في

⁴²⁹ تم إعادة النظر في الاستثمار الأجنبي، إذ أنه لا يمكن لشركات الاستيراد الأجنبية امتلاك رؤوس أموال أجنبية بنسبة 100% ولكن يتعين عليها فتح مساهمتها لفائدة رؤوس أموال جزائرية بنسبة 30%.

⁴³⁰ عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2010، ص12.

أغلب الأحيان 70% خلال فترة الدراسة. والواضح من الجدول، أنه إذا ما قورنت نسب الاستثمار إلى الادخار هي أقل بالرغم من السياسات المتبعة لتدعيم الاستثمار وخلق أجهزة التشغيل وهذا مرده مناخ أعمال غير مشجع لوجود عدة اعتبارات⁴³¹.

- أما على صعيد الاستثمارات الأجنبية فقد سجلت تراجعاً نسبياً منذ صدور قانون المالية التكميلي 2009، ولعل أهم تخوف للمستثمر الأجنبي هو عدم إيجاد شريك محلي تطبيقاً لقانون مساهمة وطنية 51% ومساهمة أجنبية 49%. والملاحظ أن عملية تمويل التنمية الاقتصادية تتم من خلال القروض البنكية إذ تجاوزت 3187 مليار دينار سنة 2009 لتبلغ 4156 مليار دينار سنة 2012 لأجل مرافقة المؤسسات العمومية والخاصة لرفع التنافسية وتحسين الأداء. وتجدر الإشارة في هذه الصدد، أن الحكومة قد باشرت تنفيذ عصره أكثر من 200 مؤسسة بتكلفة مالية قدرها 600 مليار دينار متأتية أساساً من القروض البنكية وبمعدلات فائدة منخفضة⁴³². رغم المساهمة المحدودة للصندوق الوطني للاستثمار في تمويل المشاريع، إلا أن الاستثمارات العمومية فقد خصص لها غلاف مالي ضخّم قدره 286 مليار دولار للخماسية (2010-2014).

1-2- الظروف الدولية

كشف تقرير صندوق النقد الدولي لسنة 2014 أنه قد تعزز النشاط العالمي لسنة 2013 إلى حد كبير نتيجة للتحسينات في الاقتصاديات المتقدمة. حيث زادت وتيرة النشاط العالمي في النصف الثاني من سنة 2013 إلى معدل سنوي نسبته 3.68% وهي كبيرة مقارنة مع النصف الأول 2.67%. وأفاد تقرير الصندوق إلى زيادة في النمو بنسبة 3.6% في سنة 2014 وبنسبة 3.9% في سنة 2015، حيث استأثرت الاقتصاديات المتقدمة بجزء كبير من هذا النمو واستمرت الأسواق الصاعدة والبلدان النامية في المساهمة بأكثر من ثلثي النمو العالم⁴³³.

وقد كان النمو قوياً في الولايات المتحدة الأمريكية مدفوعاً بالطلب القوي من القطاع الخاص وإصلاح الضبط المالي⁴³⁴ ومع ذلك فقد ظل وضع سياسة متوسطة الأجل قابلة للاستمرار للمالية العامة مسألة حاسمة.

⁴³¹ لقد كشف تقرير البنك العالمي بعنوان القيام بالإعمال 2011، عن تقييم سلبي لمناخ الأعمال والظروف المحيطة نظراً لتعدد الإجراءات وتعقيدها ومركزية وبيروقراطية الإدارة، وثقل اتخاذ القرارات وارتفاع تكلفتها وعليه صنفت الجزائر ضمن المرتبة 136 من بين 168 بلداً.

⁴³² عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2011، ص 13.

⁴³³ عن تقرير صندوق النقد الدولي، من الاستقرار إلى النمو القابل للاستمرار، 2014، ص 14.

⁴³⁴ صادق مجلس الشيوخ الأمريكي على قانون جديد يتضمن إصلاح الضبط المالي ينظم للمرة الأولى حماية المستثمر في المنتجات المالية ويعتبر ساري المفعول ابتداء من سنة 2012 وسوف يخص البنوك من خلال التداول لصورة أساسية للحساب الخاص وبيع المشتقات بالتراضي،

وفي منطقة اليورو بدأ التعافي يتوسع على نحو متواضع ولكن متباين⁴³⁵، إذ كان قويا في البلدان الأساسية ولكن ضعيفا في البلدان المعرضة لضغوط والتي أدى فيها ارتفاع الديون ومعدلات البطالة وقيود الائتمان إلى كبح الطلب. واتخذت أيضا خطوات مشجعة لإنشاء اتحاد مصرفي أحرز تقدما نحو إجراء تقييم شامل للميزانيات العمومية للبنوك لزيادة القدرة على الصمود أمام الصدمات الخارجية. غير أن تنفيذ نظام دعم موحد للمالية العامة كان لا يزال عملا جاريا، وظلت المخاوف طويلة الأجل إزاء الإنتاجية والقدرة التنافسية على الرغم من التقدم في الإصلاحات الهيكلية⁴³⁶.

وزاد نشاط الأسواق الصاعدة، بعدما كان متباطئا، زيادة ضعيفة في الجزء الأخير من سنة 2013 مدفوعا بطلب قوي من الاقتصاديات المتقدمة. وفي الوقت نفسه، كانت أوضاع المالية الخارجية أكثر تشديدا والضعف في الاستثمار عائقان أمام الطلب المحلي. وإجماليا توسع الناتج في الأسواق الصاعدة بوتيرة صحية بلغت نسبته 4.7% في سنة 2013 ومن المتوقع أن ترتفع لتصل إلى 4.9% في سنة 2014. وفي حين تراجعت التوقعات في عدة اقتصاديات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بسبب التحولات الداخلية الصعبة والاضطرابات الاجتماعية.

وظلت استدامة الشركات في الاقتصاديات الصاعدة في ارتفاع إضافة إلى مخاطر أخرى تمثلت في تقلبات السوق المتزايدة المرتبطة بتطبيع السياسة النقدية في و.م.أ. وظهرت مخاطر جغرافية سياسية يمكن أن يكون لها تداعيات، مثل الوضع في أوكرانيا. ومن المحتمل أن تؤثر هذه المخاطر على ارتفاع أسعار السلع الأساسية، وسلاسل الإمداد والتدفقات المالية.

وفي الوقت نفسه، لازالت هناك بعض المخاطر العالقة التي يتعين معالجتها والتي لا تزال بلدان عديدة تعني منها المتمثل في خفض العجز والدين المرتفعين مع الحفاظ على النمو في ظل معدلات بطالة مرتفعة.

2- محاولة لدراسة واقع السوق المالي بالجزائر

كما ينص القانون على إنشاء 3 وكالات للضبط : مكتب حماية المستهلكين، مكتب التأمين الفيدرالي ومكتب استشارة للإشراف على الاستقرار المالي.

⁴³⁵ شهدت منطقة اليورو من أزمة خانقة، أزمة الديون سنة 2010 والتي تميزت بانخفاض عملة اليورو إلى أدنى قيمة لها بـ 1.195 دولار يوم 07 جوان 2010، ومع ارتفاع حالات العجز للبلدان مع خطر عدم التسديد لدى 05 بلدان أوربية بخصوص استحقاقات 2010 حوالي 300 مليار دولار من الدين الساري الذي تحوزه المنظومة البنكية. هذه الوضعية، خلقت اضطرابا في تمويل المؤسسات وبالتالي التأثير المباشر في وتيرة الانتعاش الاقتصادي

⁴³⁶ عن تقرير صندوق النقد الدولي، مرجع سبق ذكره، 2004، ص 15.

باعتباره سوقا فنيا يتميز بضعف السيولة لضآلة الأوراق المدرجة وعدد المتعاملين، ومع صعوبة الحصول على المعلومات المالية لذا سوف نحاول دراسة بعضا من المؤشرات لمعرفة مدى مساهمة السوق في تمويل الاقتصاد.

2-1- المؤسسات المدرجة بالسوق

باشرت بورصة الجزائر نشاطها الفعلي بإجراء 4 عمليات إصدار كانت محور اهتمام من قبل لمستثمرين المؤسساتيين والجمهور العام. رغم أنه كان متوقعا توفير فرصا لتوسيع صيرورة الخصخصة إلا أن الإدراجات بالسوق المالية متواضعة وبطيئة. وكان القرض لسندي لسونا طراك أول العمليات التي تمت في السوق، وتلتها فيما بعد إصدار أسهم مؤسسات عمومية: الرياض - سطيف -، مجمع صيدال وفندق الأوراسي. وفي الواقع، فقد تم تحرير فقط 20% من رأسمال الاجتماعي للمؤسسات واعتبرتها السوق عمليات لرفع رأسمال أو العرض العلني للبيع. عرفت بورصة الجزائر فترة من الجمود حتى سنة 2004 والتي تم خلالها استئناف النشاط في سوق السندات. عمليا، كان إصدار سنيين فرضيين لصالح إعادة تمويل الرهن العقاري لسونا طراك و (SHR) سنة 2003، ثم إصدار سندات القرض الأخرى: اتصالات الجزائر، سونغاز، المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية، المؤسسة الوطنية للآبار والحفر والخطوط الجوية الجزائرية. ويضاف إلى هذه القائمة مقترضين من القطاع الخاص مثل مجمع CEVITAL، مؤسسة التعليم عن بعد EEPAD، Arabe Leasing Corporation ومؤسسة دحلي التي لاقت اكتتابا واسعا من قبل الجمهور العام.

وتم خلال سنة 2010 إصدار أسهما عادية لأول مرة لمؤسسة من القطاع الخاص أليانس الجزائر، واتبعت بعد ذلك بإصدار سهم رويبة سنة 2013 بعدما كان يتواجد بالسوق سهمين فقط صيدال والأوراسي.

جدول 4-4: أهم عمليات الإصدار ببورصة الجزائر (1998-2013)

السند	الإجراء	العرض (مليار دج)	% رأسمال الاجتماعي	سعر العرض (دج)	الطلب (مليار دج)	عدد المساهمين
الرياض - سطيف .	رفع رأسمال	1	20%	2300	1	5200
مجمع صيدال .	العرض العلني للدخار	2	20%	800	2.8	20000
فندق الأوراسي	العرض العلني	1.2	20%	400	2.1	10000

					للادخار	
5646	1.4	830	-	1.4	رفع رأسمال	أليانس الجزائر
22	8.4	400	%25	8.4	العرض العلمي للادخار	روبية

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على تقارير COSOB للفترة المذكورة

والجدول أدناه، يلخص عمليات إصدار سندات القرض للفترة 2003-2013.

جدول 4-5: إصدار سندات القرض للفترة 2003-2013 (مليار دينار)

الجمهور العام	المؤسسات المالية	مبلغ الإصدار	السند
-	2.48	2.48	SHR
-	5.00	5.00	سونا طراك
-	4.40	4.40	الخطوط الجوية
14.18	10.71	24.89	
-	12.32	12.32	
-	20.00	20.00	سونلغاز
-	10.00	10.00	
15.90	-	15.90	
-	11.65	11.65	
30.00	-	30.00	
-	25.00	25.00	
-	05.00	05.00	المؤسسة الوطنية للأشغال
-	08.00	08.00	البترونية
-	08.00	08.00	المؤسسة الوطنية للآبار و الحفر
-	05.00	05.00	مجمع CEVITAL
-	00.50	00.50	مؤسسة التعليم عن بعد EEPAD
-	03.65	03.65	Arabe Leasing
-	03.30	03.30	Corporationon
02.30	-	02.30	دخلي
-	06.00	06.00	حداد للمقاولاتية
-	02.00	02.00	MLA

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB للفترة المذكورة.

بالاعتماد على معطيات الجدول السابق، يوضح الجدول الموالي ملخصا للإصدارات من سندات القرض حسب طبيعتها للفترة 2003-2013.

جدول 4-6: إصدارات سندات القروض حسب الطبيعة للفترة 2003-2013

النسبة	المبلغ (مليار دينار)	
100	233.48	إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة
64.03	149.51	إجمالي قيمة سندات القرض الموجهة للمؤسسات المالية
35.96	83.97	إجمالي قيمة سندات القرض الموجهة للجمهور العام
92.39	215.73	إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة من قبل مؤسسات عمومية
7.60	17.75	إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة من قبل مؤسسات خاصة

المصدر: من إعداد الباحثة.

من خلال قراءة مزدوجة للجدولين السابقين، يمكن الإشارة إلى:

أن إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة خلال الفترة 2003-2013 بلغت 233.48 مليار دينار بمعدل فائدة 4% بدلا من الاعتماد على القروض البنكية التي بمعدل فائدة 6.25% لتمويل المشاريع العمومية والتي ساهمت فيها المؤسسات المالية بشكل واسع بنسبة 64.03% الذي يعادل 149.51 مليار دينار للفائض في السيولة الذي لديها، في حين بلغت مساهمة الجمهور 35.96% أي 83.97 مليار دينار.

على ضوء ذلك، فالبنوك الجزائرية ملزمة في هذه الحال بتطبيق نسبة الحيطة والحذر المنصوص عليها في قواعد (BâleII)، باعتبارها الممول الأساسي، في حين دعوة الجمهور وتشجيعه على زيادة الاستثمار وتمويل الاقتصاد، العمل على تحسين دور السوق المالي في التوعية ونشر ثقافة الاستثمار.

كما بلغ إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة من قبل مؤسسات عمومية 215.73 مليار دينار أي ما نسبته 92.39% وهي تشمل 7 مؤسسات عمومية: SHR، سونا طراك، الخطوط الجوية، سونلغاز، المؤسسة الوطنية للأشغال البترولية والمؤسسة الوطنية للآبار والحفر. بينما بلغ إجمالي قيمة سندات القرض المصدرة من قبل مؤسسات خاصة 17.75 مليار دينار أي ما يعادل 7.6% وهي نسبة ضعيفة مقارنة مع القطاع العام رغم أنه يشتمل تقريبا على نفس العدد من المؤسسات 6 مؤسسات وذلك راجع إلى ضآلة حجم الإصدارات وفي ظل غياب تام للاستثمارات الأجنبية في المحافظ المالية، ما يفسر عدم

ارتباطها بالسوق العالمية وبالتالي تجنب تداعيات الأزمة المالية وهذا ما يقودنا إلى فكرة انغلاق السوق المالي الجزائري.

إضافة إلى ذلك، أن تدخلات الخزينة العمومية في السوق من شأنها بعث نشاط البورصة وذلك بإصدار سندات الخزينة لتمويل أساسي للمشروعات العمومية.

حاليا، يتواجد ببورصة الجزائر 6 سندات منها أربعة أسهم وسنتين قرض لسونلغاز ودحلي وذلك لانتهاء أجل استحقاق الأخرى. وهذا العدد من الأوراق أقل تنوعا وعددا، منذ نشأة السوق لأكثر من عشرية، إذا ما قورن بعدد الأوراق المدرجة بالبورصات المجاورة (تونس والمغرب)، إذ تسجل بورصتي تونس والمغرب 71 و 73 ورقة على التوالي.

2-2- الرسملة السوقية

يعتمد عليها في قياس أداء السوق في ظل غياب مؤشر السوق، إذ تبقى الرسملة السوقية ببورصة الجزائر ضعيفة جدا حيث إذ لا تتجاوز 0.1% من الناتج الداخلي الخام في أحسن الأحوال كما تعرف تغيرات غير منتظمة بين انخفاض بلغ أدناه -13.04% وارتفاعا أقصاه 89.36% ويرجع ذلك إلى العدد المحدود من الأوراق المالية وحجم المبادلات وكذا ضآلة التقلبات في الأسعار.

جدول 4-7: تطور الرسملة السوقية (2009-2013)

2013	2012	2011	2010	2009	
4	3	3	3	2	عدد الأوراق
13.82	13.02	14.96	7.9	6.5	الرسملة السوقية (مليار دج)
6.13	13.04-	89.36	21.53	-	التغيرات (%)
-	15843	14519.8	11991.6	9968	PIB (مليار دج)
-	0.082	0.1	0.065	0.065	نسبة الرسملة إلى PIB (%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB و بنك الجزائر للفترة المذكورة.

إن الجدول أدناه يوضح تطور حجم المبادلات والقيمة المتبادلة بوتيرة متغيرة بين الانخفاض والارتفاع لتبلغ أقصى حد لها 231997 أي بزيادة تقارب 7 أضعاف الحجم التداول سنة 2010 و 185118475 مليار دينار سنة 2011 ومع ذلك فهو عموما يبقى حجما ضعيفا رغم تعزيز السوق بإصدار سهم أليانس الجزائر وسهم رويبة. ويعود ذلك لقلة عدد جلسات التداول، إذ يتم التداول مرتين خلال الأسبوع ومع عدم

إمكانية التفاوض خارج السوق المركزية وثبات الأسعار السوقية في أغلب الأحوال ما يفقد صفة جاذبية الاستثمار في هذه الأوراق المالية وبالتالي لا تكون محل مضاربة.

جدول 4-8: تطور حجم المبادلات والقيمة المتبادلة في السوق للفترة (2009-2013)

2013	2012	2011	2010	2009	
120681	49471	231337	27470	34700	حجم المبادلات
146.94	78.61-	742.14	20.83-	.	التغيرات (%)
49116930	36038865	185118475	11985965	13891895	القيمة المتبادلة (مليار دج)
36.28	8-	1444.46	13.71-	.	التغيرات (%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB للفترة المذكورة.

تعرف الأسعار السوقية لسندات الأسهم تقلبات ضعيفة أو ثباتها في معظم الأحيان ما يؤثر بشكل مباشر على حجم التداول والجدول التالي يبين تطور التقلبات في الأسعار للفترة 2009-2013.

جدول 4-9: تطور التقلبات في الأسعار للفترة (2009-2013)

2013	2012	2011	2010	2009	السند
175	90	195	130	20	صيدال
50	160	70	20	0	الأوراسي
140	0.5	0	-	-	أليانس
5	0	-	-	-	روبية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير COSOB للفترة المذكورة.

وإذا ما قارنا الرسملة السوقية مع تلك المحققة ببورصتي تونس والمغرب فهي ضعيفة جدا 140.93 مليار دينار تونسي و 451.1 مليار درهم على التوالي مقابل 13.82 مليار دينار سنة 2013، رغم عدم الاستقرار السياسي الذي تشهده تونس، إذ تجدر الإشارة إن كلا من سوقي تونس والمغرب تسهم بشكل فعال في تمويل الاقتصاد حتى خلال الأزمة المالية 2008، من المعروف أن لهاتين السوقين محافظ استثمارية أجنبية خاصة الفرنسية منها، حيث تمثل الرسملة السوقية 5% و 75% من الناتج الداخلي الخام على التوالي وذلك لارتفاع حجم المبادلات وعدد الأوراق المدرجة.

جدول 4-10: الرسملة السوقية لبورصتي تونس و المغرب 2013

المغرب	تونس	الجزائر	
451.1	140.93	13.83	الرسملة السوقية (مليار)
125243	3885	0.12	حجم المبادلات (مليون)
62142.04	14093	49.11	القيمة المتبادلة (مليون)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية بورصتي تونس و المغرب للفترة المذكورة

من خلال العرض السابق، بات واضحا ضعف سيولة وعمق بورصة الجزائر ودورها الهامشي في الاقتصاد الوطني ولقد وقفنا عند بعض الأسباب ولكن لا بد من الإشارة إلى وجود عوامل أخرى ارتبطت أساسا بطبيعة الوسطاء الماليين والإجراءات التنظيمية والاحترازية التي من شأنها بعث الثقة في السوق.

إن الوساطة المالية هي حكر فقط على المؤسسات المالية دون الأفراد: BNA، BEA، CPA، BDL، CNEP، BADR والبنك الفرنسي BNP. إذ يتميز نشاط الوسطاء، التدخلات في السوق ومسك الحسابات، بالضعف وذلك راجع للنقص في الإجراءات والوسائل الموضوعة تحت تصرفهم وخاصة:

- الاستقلالية في المجال المالي واتخاذ القرارات؛
- البرمجيات المعلوماتية اللازمة لتسيير النشاط؛
- المهنية وتأهيل الموارد البشرية؛
- صناعة التحليل المالي والتدقيق؛
- وجود محاسبة خاصة بمسك السندات.

إضافة إلى ذلك:

- عدم وجود صندوق ضمان للمستثمرين في الأوراق؛
- ارتفاع العمولات ومصاريف التسجيل 0.25% على صفقات الأسهم و 0.15% على صفقات السندات؛
- غياب التقييم المستمر لنشاط المؤسسات المدرجة وصعوبة الحصول على المعلومات المالية؛
- غياب الثقافة المالية للمؤسسات المدرجة والمتعاملين في السوق نتيجة الرقابة المفروضة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

3- السوق المالي الجزائري وضرورات الإصلاح

منذ نشأة بورصة الجزائر كان من المنتظر أن تساهم هذه الأخيرة بتمويل التنمية الاقتصادية بشكل كبير بدلا من زيادة الاعتماد على القروض البنكية وميزانية الدولة، هذه البورصة الفتية قد عرفت عدة معوقات قللت من فعاليتها.

3-1- المعوقات السياسية والقانونية والثقافية

يلعب الاستقرار السياسي دورا هاما في ترقية الأسواق المالية، على غرار ذلك فالسوق المالية الجزائرية نشأت في حقبة زمنية اتسمت بعدم الاستقرار وذلك بمرسوم تشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/93 الذي يشمل المادة 715 التي تؤكد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر ما يتناقض مع مبدأ الخصخصة وسياسة اقتصاد السوق أي المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية.

إن استبعاد الأسهم العادية يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشاريع إذا ما قرر مجلس الإدارة توسعاتها، كما أن شروط القبول أن تكون المؤسسة المصدرة للسندات شركة ذات أسهم إلا أن أغلبية الشركات هي أشخاص أو ذات مسؤولية محددة⁴³⁷.

إضافة إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء، إذ حيث تم تأسيس بورصة الجزائر بنفس التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 27/12/95 إما التنصيب الرسمي فكان سنة 96 ونفسه ما يقال حول شركة إدارة البورصة والوسطاء في عمليات البورصة⁴³⁸.

كما إن للثقافة والوعي الاستثماري مكانة هامة نوجزها في النقاط الآتية في ظل غياب:

- الممارسات السوقية لدى الأفراد المستثمرين عند اختيار الأصول؛
- ثقافة المؤسسة؛
- ثقافة الخطر والفرصة المالية البديلة.

⁴³⁷ رشيد بوكساني (2005)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، ص 241.

⁴³⁸ نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 69-03 المؤرخ في 03 جوان 96. شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية العدد 36.

- الممارسات الدينية والاجتماعية التي تحد من ثقافة الادخار، فكرة ربوبية الأموال، وبالتالي يطرح التساؤل عن مدى نجاعة السوق المالية في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة⁴³⁹.

3-2- المعوقات الاقتصادية والتنظيمية

ونوجزها في النقاط الآتية:

أ- **التضخم**: ذلك من خلال تأثيره على حجم المدخرات، فارتفاع معدلات التضخم من شأنها أن تؤدي إلى تخفيض الميل إلى الادخار، وهذا ما وضحه فعلا الجدول 3-4 ارتفاع معدلات التضخم التي وصلت إلى معدل 08.4% ما قابله انخفاض في مستويات الادخار التي لا تتجاوز في أغلب الأحيان حتى 50%. أضف إلى ذلك، فاتخاذ القرارات الاستثمارية يكون على أساس حساب العائد والتكلفة وذلك بناء على أسعار حقيقية وليست اسمية وبالتالي فالعائد قد يفقد جزاء من قيمته نتيجة انخفاض القدرة الشرائية للعملة والتي تعتبر مصدر قلق للمستثمرين. فالحالة التضخمية تستدعي من البنك المركزي رفع أسعار الفائدة الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع مدخراتهم بالبنوك أو انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية بدلا من توجيهها نحو الأسواق الوطنية⁴⁴⁰.

ب- **السوق الموازية** : وهي ظاهرة تتعايش جنباً إلى جنب الاقتصاد الوطني والتي تمتص جزءا كبيرا من الناتج الداخلي الخام، فالأرباح المحققة علي قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجودها لا يشجع إطلاقاً لتوجيه المدخرات نحو الاستثمار في الأسواق المالية⁴⁴¹.

ج- **ضعف الحوافز الضريبية**: ما يميز النظام الضريبي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصادية إلى ضرائب مرتفعة نسبيا، ما قد يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين زيادة على

⁴³⁹ Chabha Bouzar (2010), *Les contraintes de développement du marché financier Algérie*, Revue Campus n°18, p14

⁴⁴⁰ محمد زيدان و آخرون (2006)، مرجع سبق ذكره، ص ص 14- 15.

⁴⁴¹ أقر وزير التجارة مصطفى بن بادة محاربة السوق الموازية، إذ أنه سوف يتم إقصاء ما يقرب 40% من التجارة الموازية أي ما يعادل 600 نشاطا من بين 1520 التي تم إحصائها. وعلى حد تعبير الوزير الأول سلال أن هذه الظاهرة أصبحت تآرق الاقتصاد الجزائري وترفع من مستويات التضخم ورفع أسعار المنتجات الغذائية.

الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات. كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، وبطبيعة الحال، إلى تغيير سلوكهم الاستثماري والادخاري.

د- ضعف الجهاز الإنتاجي والخصخصة: إن فكرة التحول من اقتصاد ريعي إلى اقتصاد منتج تماشيا مع نظرية القيمة يعني أن المجهود الإنساني هو المصدر الوحيد لخلق القيمة بدلا من النقود التي هي بمثابة عاملا قياسيا للثروة، وليس هو الحال بالنسبة للاقتصاد الجزائري الذي توجه نحو اقتصاد سوق الذي يتسم بضعف الإنتاجية مقابل كتلة نقدية متداولة أكبر تفوق في أغلب الأحوال 70%. إذ يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات، تتميز أساسا بعمال غير مؤهلين وبضعف مردودية العمل، وهي مؤسسات في مجملها غير متوازنة ماليا.

ولقد كان السبب المباشر وراء إنشاء بورصة الجزائر هو خصخصة المؤسسات إلا أن جل إجراءات الخصخصة قد تمت خارج البورصة. وقد أحصت وزارة الصناعة والاستثمار العمليات المنجزة عن الخصخصة:

- الخصخصة الإجمالية 192 مؤسسة؛
- الخصخصة الجزئية (<50%) 33 مؤسسة؛
- الخصخصة الجزئية (>50%) 11 مؤسسة؛
- الاستعادة من طرف الإجراء 69 مؤسسة؛
- الشراكة المضافة 29 مؤسسة؛
- التخلي على الأصول للخواص 83 مؤسسة.

إن إجراءات حل المؤسسات العمومية وتحويلها للقطاع الخاص قد أدت إلى فشل الدولة في هذا النوع من انجر عنه ظهور وتنامي المؤسسات المتوسطة والصغيرة حيث بلغ عددها سنة 2009 335486 مؤسسة

خاصة وكذا 598 مؤسسة عامة، إلا أن طبيعتها شركات أشخاص ومسؤولية محدودة⁴⁴². هذا ما يقودنا إلى فكرة عدم تجزئة بورصة الجزائر إلى سوق ثانية تسمح للمؤسسات التي لم تكتمل شروط الإصدار فيها لتداول أوراقها المالية كما هو الحال بالنسبة للمؤسسات المتوسطة والصغيرة.

3-3- المعوقات غير الاقتصادية

⁴⁴² نوري منير، الجلط إبراهيم (2010)، المؤسسات الجزائرية وإشكالية التصدير خارج المحروقات، الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، نوفمبر، ص3.

إضافة إلى جملة المعوقات السابقة، فإن هناك نوعاً آخر من المعوقات تندرج على أساس أنها غير اقتصادية ولكن لها تأثير مباشر على عرقلة وبعث الثقة في أداء سوق المال بالجزائر.

أ- **إشكالية العقار الصناعي:** تعتبر مشكلة العقار الصناعي وتسوية الملكية أهم المعضلات المطروحة على مستوى الاستثمار في الجزائر، نتيجة لما خلفته السياسات الاقتصادية التنموية الماضية من هياكل ومنشآت ضخمة بقيت غير مستغلة، وانتهت في الأخير إلى الاهتلاك أو السرقة، والسبب يعود إلى تداخل هذه السياسات بعضها البعض (من مؤسسات عمومية إلى شركات قابضة) وعدم مرونة المنظومة التشريعية وعدم استجابتها مع متطلبات الواقع.

إذ أصبح العقار أهم إشكال على مستوى الاستثمار في الجزائر حتى أنه أصبح مصدراً لمضاربات ومساومات لا تنتهي أين وضع المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء مشكلة العقار كأول عائق غير قانوني⁴⁴³ وتعود لأسباب منها كثقل الإجراءات الخاصة بالحصول على حق الملكية وفرض أسعار إدارية وارتفاع سعر التنازل. أضف إلى المشاكل الفنية والتقنية وغياب سندات الملكية بمجمل المؤسسات ما يجعل التنازل عن جزء من أصولها أمراً صعباً ومعقداً، وفي ظل غياب الشفافية في توزيع الأراضي إذ بينت تقديرات وزارة الصناعة إلى أن حجم العقار الصناعي المتاح يقدر بـ 180 مليون متر مربع بينما بلغ حجم الطلبات المودعة لدى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار 80 مليون متر مربع فالأزمة ليست في نقص العقار وتوزيعه وإنما هي مشكلة فساد وسوء التسيير.

ب- **تجريم فعل التسيير:** وهو يعد من أبرز العراقيل التي تحد من المبادرة لدفع عجلة الاقتصاد الوطني والذي أفضى إلى مشاريع متوقفة ومعطلة بسبب الخوف. فقد جعل الجهاز القضائي الجزائري يحيل العديد من الإطارات والمدراء في المؤسسات العمومية إلى السجون لقضاء عقوبة جرم التسيير بالمواد القانونية سارية المفعول. إلا أن إلغاء القانون ورفع التجريم عن فعل التسيير لن يكون ضمن أجندة عمل الحكومة، إذ تعتبرها السلطات العمومية أحد السبل المراد من خلالها مكافحة الفساد في المؤسسات العمومية والقضاء على تبديد المال العام⁴⁴⁴.

ج- **الاستقرار السياسي:** إن توافر الاستقرار السياسي كأحد مقومات البيئة السياسية وكعنصر من عناصر المناخ الاستثماري، فالدول التي تسودها أوضاع سياسية غير ديمقراطية وغير مستقرة تحد من

⁴⁴³ محمد حجاري (2012)، إشكاليات العقار الصناعي والفلاحي وتأثيرها على الاستثمار بالجزائر، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 16، ص 321-322.

⁴⁴⁴ عن جريدة الفجر اليومية، الأربعاء 08 أكتوبر 2014.

قدرة الاقتصاد على الاستيعاب وتوظيف الاستثمار مما يفضي من عدم التأكد المستثمرين إزاء المستقبل⁴⁴⁵.

حسب مؤشر السلام العالمي لسنة 2010 فإنه صنف الجزائر في المرتبة 116 عالميا و 13 عربيا من حيث نسبة الاستقرار والسلام ونقشي العنف والجريمة واحترام حقوق الإنسان والديمقراطية وحرية التعبير وأداء الحكومة والمشاركة السياسية، خاصة المرأة، لم تشهد تحسنا وأبقت على الجزائر ضمن قائمة الدول أكثر خطرا.

د- الحرية الاقتصادية: أفاد تقرير صادر عن معهد فرايزر الكندي لسنة 2013، أن الجزائر تحتل المرتبة 145 عالميا و 14 عربيا، ووضع الاقتصاد الجزائري ضمن خانة الاقتصاديات المقيدة بسبب قضايا الفساد والنظام القضائي غير فعال وضمان حقوق الملكية وكذا قانون الاستثمار. وقد نالت درجة 49.6 من 51 نقطة من المؤشر العام للحرية الاقتصادية ما يشكل عائق أمام الاستثمارات الأجنبية وحتى الوطنية.

و- الحكم الرشيد: يطرح الحكم الرشيد في السنوات الأخيرة كمسألة جوهرية في إستراتيجية التنمية الشاملة، وهو يركز على آليتين أساسيتين: الشفافية والمساءلة، سيادة القانون، ما يحقق العدالة في التوزيع تجنباً للاضطرابات الاجتماعية. ما يميز الاقتصاد الجزائري هو نقشي ظاهرة الفساد في الصفقات العمومية رغم الوسائل القانونية المتاحة لمكافحتها ولقد أدرجت منظمة الشفافية الدولية في المرتبة 94 عالميا في مؤشر الدول الأكثر فسادا في العالم من بين 177 دولة.

وأوردت المنظمة أن الجزائر مازالت بحاجة ماسة إلى الشفافية في التعاملات الاقتصادية، وقد بات واضحا تأثير فضائح الفساد على تخوف من مستثمرين وعلى رأسها قضية ما عرف، بسوناطراك².

3-4- المحاور الكبرى لبرنامج الإصلاح

أعلنت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عن مشروع إصلاح السوق المالية في إطار الإستراتيجية التنموية الرامية إلى تنويع اقتصادها أعلنت عن تحسين تنافسية المؤسسات.

يتشكل مخطط إصلاح السوق من مرحلتين أساسيتين: المرحلة الأولى وتدوم 11 شهرا حتى نهاية 2012 وتخص إعادة تحديد خصوصيات ودورها في تنمية الاقتصاد من خلال تحديث الأنظمة الإعلامية للسوق

⁴⁴⁵ عبد الرزاق لخضر مولاي و شعيب بونوة (2010)، دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية بالدول النامية، مجلة الباحث، العدد 7، ص

وتكييف الإطار التنظيمي مع الممارسات الدولية، أما المرحلة الثانية فستخصص لصياغة النموذج لتطبيق أحكام ما تبنته المرحلة الأولى⁴⁴⁶.

إن تحديث وتطوير بورصة الجزائر يشتل تحديها للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وعليه فالبرنامج المسطر شمل على المحاور الرئيسية الآتية⁴⁴⁷:

المحور الأول: زيادة غرض السندات في السوق المالية

ما يسمح برفع عدد المؤسسات المدرجة عامة والمؤسسات المتوسطة والصغيرة خاصة باتخاذ الإجراءات:

- وضع اقتراحات بشأن إعفاءات ضريبية لصالح المؤسسات المدرجة؛
- إنشاء صندوق دعم يأخذ على عاتقه المصاريف المتعلقة بدخول المؤسسات المتوسطة والصغيرة إلى البورصة؛
- الالتزام بتكوين المجالس المكونة للمؤسسات المتوسطة والصغيرة؛
- طرح مقترحات حول شروط وإصدار وتسعير الصكوك الإسلامية؛
- التنويع في محفظة السوق بإدخال منتجات مالية جديدة.

المحور الثاني: ترقية الطلب على السندات ونشر المعلومات المالية حولها

وذلك ما يسمح بزيادة جذب المستثمرين الأفراد أو المؤسساتية من خلال:

- تحسين نشر المعلومات حول الأسعار السوقية على مستوى وكالات وسطاء عمليات البورصة وكذا على مستوى المواقع الالكترونية الخاصة؛
- الإعفاءات الضريبية على القيم المنقولة لصالح المستثمرين الأفراد؛
- خلق صناعة التحليل المالي وتكوين كفاءات جامعية في هذا المجال؛
- التكوين في مجال تسيير المخاطر خاصة بالنسبة لمؤسسات التنمية.

المحور الثالث: تحسين سير الأسواق المالية

سواء على مستوى السوق الأولي أو الثانوي من خلال التدابير الآتية:

⁴⁴⁶ عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2012، ص 17.

⁴⁴⁷ عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2012، ص ص 27-30.

- تقليص الزمن اللازم لمعالجة طلبات الدخول إلى البورصة؛
- ضمان متابعة إجبارية من قبل وسطاء عمليات البورصة للمؤسسات المدرجة لمدة سنتين على الأقل بعد القبول؛
- إعادة النظر في كفاءات توزيع السندات لتوظيف أفضل؛
- تحديث معايير وطرق التفاوض خارج السوق الرئيسي؛
- تطوير الإعلام المالي من قبل المؤسسات المصدرة والسوق المالية؛
- وضع آليات لزيادة سيولة وعمق السوق؛
- إنشاء صناديق ضمان تسيير من قبل شركة إدارة البورصة؛
- وضع قواعد تسعير بما يتماشى مع متطلبات البنك الجزائري فيما يتعلق بشروط التنازل عن أسهم البنوك وأسهم المؤسسات المملوكة من قبل الدولة؛
- التأكيد على الرقابة الممارسة من قبل لجنة البورصة على المعلومات المنشورة وعلى نشاط الوسطاء الماليين؛
- مسك محاسبة خاصة بالسندات؛
- تدعيم إجراءات مسك حسابات حافضي السندات على مستوى كل بنك.

المحور الرابع: المهنية و تسويق عمليات البورصة

يهدف إلى تعميق مصداقية وشفافية عمليات البورصة لاستعادة الثقة عن طريق:

- تكوين محللين ماليين بالشراكة مع التعاون مع مؤسسات دولية بداية مع 2014؛
- إنشاء نقاط بورصة Points-Bourse في كل ولاية من ولايات الوطن دورها تسويق وبعث نشاط لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- الالتزام بالمهنية.

خلاصة الفصل الرابع

إن الموضوع الذي تمت معالجته بشكل تحليلي وتفصيلي قد أبرز لنا فكرة رئيسية هي أن التنمية الاقتصادية بالجزائر قد انطلقت مع أسلوب جديد، وارتبطت هذا الفكرة بالتوجه نحو اقتصاد السوق. ومما لا شك فيه أن هذا التوجه حشد جهود كل القوى السياسية الفاعلة في سن تشريعات ومراسيم مختلفة أفرزت عدة إصلاحات مست جميع الجوانب المالية منها والاقتصادية. والجدير بالملاحظة أن فشل هذه الإصلاحات يعود بالدرجة الأولى عدم استجابة المحيط الاقتصادي لهذه التغييرات وكذا ضعف كفاءة القائمين بالإدارة.

ومن الخطأ صرف النظر عن التخطيط كإطار أمثل لتطبيق نظام اقتصاد السوق وكما يبدو أن تخلي الدولة الجزائرية عن هذا النمط منذ 1990 فهو فهم خاطئ للتنظيم الاقتصادي باعتبارها موجودة ولا يمكن إعفاؤها من المسؤولية في التطور العام الاقتصادي وتحقيق العدالة الاجتماعية.

ولكن يبقى واضحا أثر الإضافات الجديدة التي أملتها هذه الإصلاحات والتي خصت أساسا:

- ضرورة تحرير العملية الاقتصادية كعلاقة للإنتاج من القيود السياسية التي تصنع من علاقتها القانونية حول الملكية صراعا بين اختيارين متناقضين الملكية العامة والملكية الخاصة.
- التوجه نحو إعادة هيكلة القطاع العام في الجزائر نحو انسحاب الدولة بصفة كاملة من النشاطات ذات الطابع التنافسي لصالح القطاع الخاص.
- خصخصة القطاع العام عن طريق البورصة إلا أن التأخر في إنجازها كان له الأثر السلبي على ديناميكية التحويل.
- تشجيع المنافسة والاستثمار وذلك بإصدار قانون الاستثمار الخاص الذي أرسى مبادئ الاستثمارات الأجنبية وعدم التمييز بين الأجانب والمحليين.
- إعادة تنظيم المنظومة المصرفية وتخلي الخزينة العمومية عن دور الممول الأساسي للاستثمارات.
- إعادة النظر في قانون الضرائب المباشرة وغير المباشرة لأجل تشجيع الاستثمارات.

بالرغم من التطورات التي حملها مشروع برنامج إصلاح السوق المالية هذه السنوات الأخيرة، فهو يطرح جملة من التحديات، والتي بدورها عبارة عن مجموعة من التساؤلات والانشغالات عن البيئة الاقتصادية الوطنية و حتى الدولية التي قد تضع علامة استفهام حول قدرة المشرع الجزائري في تجاوز هذه العقبات وحول آفاق تطوير حقيقي وملموس لبورصة الجزائر وفي الأخير، هل النخب الحاكمة السياسية والاقتصادية على درجة كبيرة من الوعي والتحفيز لتغيير حقيقي يواكب التطورات الدولية ويستجيب لمتطلبات التنمية المستدامة؟

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

يشير تحليلنا إلى استخلاص بعض الدروس المستفادة المهمة إلى تزايد بروز الدور الاقتصادي للاقتصاديات الناشئة إذ كفت هذه الاقتصاديات لتصبح قوى فاعلة مهمة في تحديد الأولويات العالمية. وقد منح تكريس مجموعة العشرين بصورة غير رسمية كهيئة أساسية تحدد جدول الأعمال الاقتصادي العالمي للأسواق الناشئة مكانا محوريا. ويصدق الأمر نفسه في مؤسسات دولية كصندوق النقد حيث يكتسب رأي الاقتصاديات الناشئة ثقلا أكبر من ذي قبل.

وعلى الرغم من الاقتصاديات الناشئة قد بلغت مستوى جيد من النضج في أبعاد كثيرة، فإنها لا تزال تواجه قضايا كبرى يمكن أن تحد من إمكانيات نموها وتعد تنمية السوق المالية أمرا جوهريا لتوجيه المدخرات المحلية والأجنبية للاستثمار المنتج على نحو أكفأ.

يكشف موضوع البحث عن العوامل، عندما نبحت عن كثر في تجارب مجموعتين من الاقتصاديات الناشئة، فيوجد هناك تناقض جلي من حيث القدرة على الصمود أمام الأزمات المالية العالمية، أي بمعنى آخر أثر العدوى المالية من الاقتصاديات المتقدمة نحو الاقتصاديات الناشئة عبر قنوات كانت تجارية أو مالية ما يترجم درجة التكامل المالي بينها. ففي حين كانت الأسواق الآسيوية الناشئة خصوصا الصين والهند من بين الاقتصاديات الأكثر صمودا أثناء الأزمة كانت هناك بعض الاقتصاديات في أوروبا كفرنسا وبريطانيا وبعض الاقتصاديات الآسيوية كماليزيا واندونيسيا واليابان هي أشد تضررا، وعلى النهج نفسه للصين والهند كانت البرازيل والأرجنتين من بين الدول الأقل تضررا وهذا لا ينفي وجود عدوى وهذا يؤكد صحة الفرض القائل بوجود عدوى مالية ولكن بأثار متباينة بين مجموع هذه الدول.

وتعود أسباب التحسين من الأزمة ربما للأسباب التالية:

- اعتماد الأسواق المالية على التمويل المصرفي الأجنبي محدود نسبيا مما أدى إلى تضيق قنوات انتقال العدوى وحال دون انهيار التجارة.
- واكبت معدلات الادخار وتيرة الاستثمار مما ينتج عنه تحقيق فوائض في الحساب الجاري وزيادة أرصدة الاحتياطي من النقد الأجنبي جنببت المنطقة من أي توقف مفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال.

وفي المقابل فالاقتصاديات الأوروبية أصبحت معرضة بصفة خاصة لمخاطر تداعيات ما بعد الأزمة، فقد كان مستوى اعتمادها على التمويل الخارجي مرتقعا وهو ما يعكس بطبيعة الحال العجز الكبير في الحسابات الجارية اعتبرت بمثابة قناة لانتقال آثار الأزمة والتوسع الائتماني السريع في السنوات التي سبقت الأزمة.

ومن جانب آخر فإن دراسة إدارة الحكم الراشد بتحسين جودة المؤسسات مما يحفز تنمية القطاع المالي ما يترتب عليه تحفيز النمو الاقتصادي في هذه الاقتصاديات وبالتالي يكون له الأثر في تفعيل الأسواق المالية. وقد كشفت الدراسة عن استنتاجات مهمة كان أهمها هو تنمية القطاع المالي بهذه الاقتصاديات يعني ذلك استفادتها من التحرير المالي الذي ساعد كثيرا في تحسين جودة المؤسسات.

وفي السياق نفسه فإن الأزمة المالية الراهنة لم تكن تداعياتها وخيمة على هذه الدول خاصة على الاقتصاد الحقيقي وهذا ما أكدته الدراسة القياسية لمجموع الدول محل الدراسة، ولكن في الوقت نفسه فقد كان للتحرير المالي دور في خلق بؤرا للفساد المالي وتغلغل هذه الظاهرة إلى مجموع الاقتصاديات وعززت من قنوات الإجرام المالي.

وعلى ضوء هذه الدراسة فقد تمكنا من توضيح امتصاص جزء هام من موارد الاقتصاد بسبب تعاظم ظاهرة الفساد في هذه الاقتصاديات وهذا ما ترجم في تبني الحكومات إلى وضع قواعد ومعايير للإشراف والرقابة ووضع كل القوانين الرادعة لمواجهة الفساد بأنواعه وضمان احترام الحقوق وهذا إشارة على أن الدول أصبح بمقدورها التحكم وفرض السيطرة للرقابة على الاستثمار الأجنبي لتحقيق الاستفادة القصوى من مزايا التحرير المالي خاصة على نحو تحسين جودة المؤسسات التي ترتبط بمختلف التدابير النوعية بوجود إطار قانوني ومزيديا من الشفافية والإفصاح.

أمام كل هذه التحديات والرهانات فإنه قد يتعين على صناع السياسة الأخذ بعين الاعتبار ما يلي:

- يتعين على صناع السياسة في أوقات الرخاء العمل على توفير مجال أكبر لتحركات السياسة الاقتصادية الكلية لمواجهة الصدمات المعاكسة، وقد كانت الاقتصاديات الناشئة منخفضة الدين أكثر قدرة على اتخاذ القرارات الجزئية على مستوى السياسة المالية العامة المعاكسة للاتجاهات الدورية لأجل مواجهة الأزمة العالمية ومعالجتها أقل انشغالا بتدهور التزاماتها بخدمة الدين.
- من شأن اعتماد إستراتيجية للنمو تحقق توازنا جيد بين الطلب المحلي والخارجي وأن يؤدي إلى نتائج أكثر استقرارا .
- إن الاقتصاديات الناشئة يمكنها أن تستخلص منافع غير مباشرة كبيرة من الانفتاح أمام رؤس المال الأجنبي، ولكن عليها الحذر من اعتماد أشكال معينة من رؤس المال خاصة الدين الخارجي قصير الأجل.
- من شأن اعتماد نظام عميق وجيد التنظيم أن يساعد في استيعاب التدفقات الرأسمالية الوافدة بصورة أكثر فعالية ويقلل من مخاطر تقلب التدفقات الرأسمالية الوافدة. ويمكن أن يعزز من قدرة السياسة النقدية على نقل التغييرات ويزيد من قوتها كأداة لمواجهة التقلبات الدورية، وهذا يعني أن

تنمية الأسواق المالية وإصلاحها أولوية مهمة في معظم الاقتصاديات الناشئة على الرغم من أن بعض الاقتصاديات لم تتضرر كثيرا لأن أسواقها المالية غير متطورة.

- رغم أن الاحتياطات الوقائية الكبيرة بالنقد الأجنبي يمكن أن تحققها من التعرض للمخاطر الناجمة عن الأزمة فهناك تكاليف كبيرة مرتبطة بالأرصدة الهائلة من الاحتياطات ومن هذه التكاليف مدفوعات الفائدة المستحقة على السندات الحكومية التي تستخدم لامتناس السيولة التي تخلقها هذه التدفقات. وبدون التعقيم سوف تزداد مخاطر تصاعد التضخم أو فرض القيود على السياسات المحلية لدعم أسعار الصرف الثابتة، وتتضمن عادة القيود المفروضة على البنوك والضوابط المفروضة على التدفقات الرأسمالية وتحديد الحكومات لأسعار الفائدة.

وفي نفس السياق قد أدركت السوق المالية بالجزائر ضرورة الإصلاح لتقوم بمهامها الرئيسية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستخدامات الرشيدة. وما يميز السوق المالية بالجزائر منذ نشأتها إلى يومنا الحالي بالضعف فتكاد الرسملة السوقية أن تكون معدومة، إذ تقدر في أحسن الأحوال 1% من الناتج الداخلي الخام مقارنة مع مثيلاتها تونس والمغرب.

إن هذا التقهقر في أداء السوق المالية راجع في الأساس إلى مجموعة من الصعوبات كانت منها الاقتصادية وغير الاقتصادية. تتسم بورصة القيم بالجزائر بضعف سيولتها لما تواجهه هذه الأخيرة من قصور في أداء وظيفتها في تعبئة المدخرات لتضافر مجموعة متنوعة من المعوقات على مختلف الأصعدة ولعل أهمها ما تم التطرق إليه خاصة منها ارتفاع معدلات التضخم وضعف الحوافز الضريبية وضيق نطاق السوق وضالة الطلب لانخفاض العوائد على الأوراق المالية من جهة وانخفاض معدلات الادخار من جهة أخرى.

وفي نفس السياق هنالك ملامح أخرى لبورصة القيم بالجزائر أضفت عليها بأنها سوق لا تزال جنينية فتية لا ترقى بعد إلى مصاف الأسواق ونذكر أهمها في النقاط الآتية:

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بمسايرة متطلبات تطوير بورصة القيم بالجزائر وعدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص وتأخر عمليات الخصخصة في عملية التنمية الاقتصادية؛
- افتقار البورصة إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق من جهة وغياب المؤسسات المساعدة كالشركات الصانعة في البورصة التي تضفي المزيد من السيولة في الأسواق الثانوية خصوصا عندما لا تتوفر أوامر الشراء والبيع؛

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية في ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة وغياب بنوك الاستثمار والمتخصصين والسماسة في الأوراق المالية؛
- ارتفاع معدل سعر الفائدة الذي يحجم الكثير من المستثمرين عن الاستثمار في البورصة وتوجيه مدخراتهم نحو استثمارات ذات عوائد أعلى كالاستثمار العقاري؛
- الوازع الديني الذي يحرم التعامل بالربا وبهذا فإن الكثير منهم يمتنعون عن الاستثمار في السندات التي تحقق عائدا ثابتا معدل الفائدة؛
- ضعف الفرص المتاحة للتنويع وانفتاح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية لوجود بعضا من العوائق كفرض الرقابة على النقد الأجنبي وصعوبة تحويل النقد الأجنبي.

وعليه وبناءا على الإشكالية المطروحة تم التوصل إلى النتائج التالية:

- إن عدم توفر الأطر القانونية والتشريعية للأسواق المالية الفعالة يعد كعقبة أساسية في وجه تطوير السوق.
- إن عدم توفير مناخ استثماري للأعمال من شأنه أن يؤثر سلبا على أداء السوق.
- من الأهمية توفير الحماية للمتعاملين وصغار المستثمرين وتسهيل سرعة المعاملات.
- توفر المرونة الكافية للتكيف مع المستجدات واستيعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار.

وعلى هذا الأساس يتأكد لنا عدم صحة الفرض بأنه يمكن للوائح التنظيمية والتشريعية في إنشاء سوق مالي بالجزائر فعال. كما يتأكد كذلك بأن تخلف أداء السوق المالي بالجزائر راجع إلى حداثة نشأتها إضافة إلى عوامل أخرى كضالة الطلب وعوائق مؤسساتية تقف في سبيل تطوير السوق وعدم وجود وعي استثماري لدى الجمهور وهذا ما يترجم عزوف العديد من المدخرين من استثمار أموالهم في الأصول المالية ذات العائد المنخفض ولكن توجيهها للاستثمار في شكل ودائع أو عقارات.

كما يمكن إرجاء الضعف إلى ضالة الانفتاح على الخارج مما يعمل على تضيق الفرص المتاحة للتنويع، أيضا أن انخفاض عدد العمليات المبرمة في السوق له الأثر البالغ في ضعف السيولة.

وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها فهناك جملة من الاقتراحات نوجزها في النقاط التالية:

- استكمال الأطر التشريعية والتنظيمية لعمل السوق وعلى رأسها قانون الشركات، قانون الاستثمار وقانون السوق؛
- تعزيز آليات الإفصاح والشفافية؛

- إعادة النظر في التحفيز الضريبي لصالح المستثمرين؛
- العمل على نشر الوعي الاستثماري لتجميع المدخرات؛
- تشجيع عمليات الخصخصة للزيادة في عدد المؤسسات المدرجة في السوق؛
- استخدام مكننة التداول ورفع عدد حصص التداول.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

• الكتب باللغة العربية

- 1- إبراهيم خفاجي هناء (2007) ، الاقتصاديات العالمية منذ أزمة جنوب شرق آسيا: الانعكاسات على الاقتصاد السياسي، دار الشؤون الثقافية، بغداد.
- 2- أبو فارة يوسف (2009)، إدارة الأزمات: مدخل متكامل، الإثراء للنشر والتوزيع، عمان.
- 3- البزاز عادل (1995)، إدارة الأزمات بين نقطتي الغليان والتحول، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت.
- 4- بن شهرة مدني (2009)، الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل -التجربة الجزائرية-، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان.
- 5- بهلول محمد بلقاسم حسن (1999) ، سياسة تخطيط التنمية وإعادة تنظيم مسارها في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الثاني، الجزائر.
- 6- بيرك جميس (1994)، عندما يتغير العالم، ترجمة ليلي الجبالي، الكويت، عالم المعرفة.
- 7- جندلي عبد الناصر (2007) ، التنظير في العلاقات الدولية بين الاتجاهات التفسيرية والنظرية التكوينية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر.
- 8- الحلواني محمد (2009)، إدارة الأزمات في القطاع المالي، دار الكتب والوثائق بغداد.
- 9- الحمش منير (1999) ، أوراق في الاقتصاد السياسي للأزمة الاقتصادية الراهنة، منشورات اتحاد الكتاب العرب.
- 10- خليل الهند أنطوان الناشف (2008) ، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للنشر.
- 11- دويدار محمد (1993) ، مبادئ الاقتصاد السياسي الجزء الأول، منشورات كلية الحقوق، الإسكندرية.
- 12- ديمتري أديب (2002) ، ديكتاتورية رأس المال، المدى، طبعة أولى.
- 13- زكي رمزي (1999)، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة- الطبعة الأولى.
- 14- ساكر محمد العربي (2006) ، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر، القاهرة.
- 15- سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دمشق: دار النهضة بدون سنة نشر.

- 16-سنتش توماس (1990)، نقد نظريات الاقتصاد العالمي، ترجمة عبد الإله النعيمي -الجزء الأول-
- 8-مركز الأبحاث والدراسات الاشتراكية في العالم العربي الطبعة الأولى.
- 17-شمعون شمعون (2005)، البورصة - بورصة الجزائر -، دار هومة، الجزائر.
- 18-طارق عبد العال طارق (1999)، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، دار الجامعة طبع نشر و توزيع، الإسكندرية.
- 19-عجة الجيلالي (2006)، الكامل في القانون الجزائري في الاستثمارات، دار الخلدونية، الجزائر.
- 20-عجمية محمد عبد العزيز 2000 ، الاقتصاد الدولي : دراسة نظرية وتطبيقية، كلية التجارة.
- 21-عدلي ناشد سوزي (2009)، الاقتصاد السياسي النظريات الاقتصادية، منشوري الحلبي الحقوقية.
- 22-عطون مروان (1993) ، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 23-علي عبد الفتاح أبو شرار (2007)، الاقتصاد الدولي، دار المسيرة، عمان.
- 24-فارجا يوجين (1979) ، أزمة النظام الرأسمالي، ترجمة أحمد فؤاد بليخ، بيروت.
- 25-فؤاد مرسي (1990) ، الرأسمالية تجدد نفسها، عالم المعرفة الكويت.
- 26-لطرش طاهر (2003)، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر.
- 27-مجدوب أسامة (1999) ، العولمة والإقليمية، الدار المصرية اللبنانية.
- 28-محمد عامر (2006) ، استراتيجيات إدارة الأزمات والحكومات، دار العلوم للنشر والتوزيع، القاهرة.
- 29-محمد عطية عبد القادر (1999)، اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية، القاهرة.
- 30-محي الدين عمرو (2000)، أزمة النمر الآسيوية الجنور والآليات، دار الشروق، القاهرة، طبعة أولى.
- 31-مهنا محمود (2003)، إدارة الأزمات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- 32-موفق مصطفى (1991)، المسائل الاقتصادية المعاصرة، ديوان المطبوعات الجامعية.
- 33-النجار إبراهيم عبد العزيز (2009)، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 34-هني أحمد (1999)، العملة والنقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 35-وسام ملاك (2001)، الظواهر النقدية على المستوى الدولي: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان.
- 36-يسري عبد الرحمن (2001)، تطور الفكر الاقتصادي، الدار الجامعية، القاهرة

37-يعدل بخزار فريدة (2000) ، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

• الكتب باللغة الأجنبية

38-Add.J, **La Mondialisation de L'économie**, La Découvert.

39-B.H.Baltagi (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, 3th ed, John Wiley and Sons, England.

40-B.Régis (2009), **Économétrie cours et exercices corrigés**, 9^{ème} édition Dunod, Paris.

41-Benbitour.A(1998), **L'Algérie au Troisième Millénaire, Défis et Potentialités**, édition Marinoor.

42-D.H.Robertson (1912), **Banking Policy and Price Level**, In Hutchison TW (1953).

43-D.Plihon (1997), **Les enjeux de la globalisation financière, Mondialisation au-delà des mythes**, Algérie, Edition Casbah.

44-Daniel.J.M (2010), **Histoire Vivante de la Pensée Economique**, Pearson Education, France.

45-David.G (1997) , **Business Cycle and Depressions**, Garland Publishing Co, New York.

46-F.Enter (2000), **Histoire de la pensée économique**, Economica.

47-Fisher.I (1912), **The Purchasing Power of Money**, In Hutchison TW (1953), **A Review of Economic Doctrines 1870-1929**, Oxford.

48-Fisher.I (1983),**The Debt-Deflation Theory: Theory of Great Depression**, Economitrica.

49-J.M.Keneys (1930), **A Treatise on Money**, London.

50-J.Mills, Translation of the Manchester Statical Society, 1867, Im Denis.H, **Histoire de la pensée économique**, PUF, Paris, 1966.

51-J.Schumpeter (1942), **Capitalisim, Socialisim and Democracy**, traduction française, **Capitalisme, Socialisme et Démocratie**, Paris, Pagot, 1951.

52-L.Walras (1952), **Eléments d'économie politique**, Edition Définitive, Paris.

53-Mummery.AF et Hobson John.A (1889), **The Phycology of Industry**, New York Kelleyand Millman (1956).

- 54-Nguyen.H (2008), **Libéralisation financière et marchés émergents**, Série le monde en question, Collection L'esprit Économique, L'Harmattan.
- 55-Nouriel.R & Stephen.M (2010), **Economie de crise : Une introduction à la finance de futur**, édition Jen Claude.
- 56-Ouvrage collectifs (2009), **La nouvelle hiérarchie des puissances dans la mondialisation au 21^{ème} siècle**, sous la direction de Pierre Dallemie, Ellips.
- 57-P.Artus (2000), **Crises des pays émergents : Faits et modèles explicatifs**, Paris, Economica.
- 58-P.Jacque (1997), **Les trois crises du XX^e siècle**, Ellips Marketing.
- 59-Von Mises.L (1912), **La théorie de la monnaie et du crédit**, In Hutchison TW (1953).
- 60-Von Mises .L, **Liberalism**, Important books, First Paperback Edition.
- 61-W.H.Greene (2012), **Econometrics Analysis**, 7th Ed, Pearson Education.
- 62-W.Kant (1898), **Interest and Price**, London, Macmillan.

• المقالات باللغة العربية

- 1-أدهم لؤي (1996) ، الإصلاح الاقتصادي واستهداف السوق : إشكالات نظرية وإشكالات تطبيقية عربية، مجلة النهج العدد6.
- 2-بلوافي أحمد مهدي (2001) ، هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره، مجلة جامعة عيد العزيز للاقتصاد الإسلامي، مجلد 24، العدد 1.
- 3-التشاشي كريم وآخرون (1998) ، الجزائر تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، صندوق النقد الدولي، واشنطن.
- 4-التوني ناجي (2004) ، **الأزمات المالية**، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
- 5-الجمال زكرياء يحي (2012) ، اختيار النموذج في نموذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21.
- 6-جوسوامي مانجال وزملائه (2007) ، **تدفقات رأسمال العالمي - صورة عن قرب**، مجلة التمويل والتنمية، ص 14-15.

7-حجاري محمد (2012) ، إشكاليات العقار الصناعي والفلاحي وتأثيرها على الاستثمار بالجزائر، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، العدد 16.

-8

خبابة حسان (2004) ، دور أسواق الأوراق المالية في الدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية.

9-دادي عدون ناصر (2003) ، الإصلاحات الضريبية في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 2.

10-دكيوفيتش أنا فاغرو (2008) ، تحديات الإصلاح الاقتصادي في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، صادرة عن CIPE.

11-دهال رياض والحاج حسن (1998) ، حول طوق الخصخصة، سلسلة أوراق عمل، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.

12-شحادة كمال (2002) ، عبر من الخصخصة خواطر برسم الدول العربية، عن برنامج الأمم المتحدة للتنمية، وحدة معلومات التنمية للدول العربية.

13-طلفاح أحمد (2005) ، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية ، المعهد العربي للتخطيط، أفريل.

14-الطيب ياسين (2003) ، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مجلة الباحث، العدد 23.

15-ظفار أحمد (1999) ، تأثير الأزمة العالمية في آسيا على كمبوديا وجمهورية اللاوس، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 3.

16-العبدلي عابد (2004) ، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد 1.

17-عجة الجيلالي ، الإصلاحات المصرفية في القانون الجزائري في إطار التسيير الصارم، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، عدد 4.

18-بطاهر علي (2004) ، سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة شمال إفريقيا، العدد الأول.

- 19-فراجا أرمينيو (2000)، السياسات النقدية أثناء الانتقال إلى سعر صرف معوم: تجربة البرازيل الأخيرة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 1.
- 20-كيزر مايكل ، طرق الهروب من التضخم والركود في الفترة التالية للعهد السوفيتي، مجلة التمويل والتنمية، العدد 2.
- 21-ماتيسون دونالد (1999) ، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 3 .
- 22-مفتاح صالح (2010)، الأزمة المالية العالمية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد 8.
- 23-مولاي عبد الرزاق لخضر وبونوة شعيب (2010) ، دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية بالدول النامية، مجلة الباحث، العدد 7.

• المقالات باللغة الأجنبية

- 24-A.Albert (1908, 1909), *La réalité de surproduction générale*, Revue d'économie politique.
- 25-A.Andesson, *Crisis Management Easy to do Badly, Hard to do Right*, Strategic Bond Fond, Vol 23, N°1.
- 26-A.Cartapanis (1994), *Le rôle déstabilisant des mouvements des capitaux sur le marché de changes : une question de contexte*, Cahiers Économiques et Monétaires, Banque de France, N°43.
- 27-A.Cartapanis (2004), *Trois générations de modèles de crises de changes*, In Boyer.R at al, p 271-292.
- 28-A.Courbis et al (2003), *Financial Liberalization and the Stability of Financial System in Emerging Markets: the Institutional Dimension of Financial Crises*, Review of International Political Economy, Vol 10, N°1.
- 29-A.Drazan (1999), *Political Contagion in Currency Crises*, Working Paper Series7211, pp 1-22.
- 30-A.G.Calvo & Reinhart (1996). *Capital Flows Emerging Countries: Is There Evidence of contagion Effects?* Institution for International Economics, pp 1-20.

31-A.G.Calvo (1999), *Contagion in Emerging Markets When Wall Street is the Carrier*, Web site: [www. Workbank.org/contagion/index.html](http://www.Workbank.org/contagion/index.html).

32-A.K.Fosu (1992), *Political Instability and Economic Growth*, Economic Development and Cultural Change, Vol 40, pp 821-841.

33-A.Sarkar et al (2002), *Diversification benefits of Emerging Markets Subject to Portfolio Constraints*, Journal of Empirical Finance, Vol 189, pp 1-24.

34-Alfaro et al (2002), *FDI and Economic Growth: the Role of Local Financial Markets*, Working Paper, University of Houston, pp 1-37.

35-B.Aikten & A. Harrison (1999), *Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence form Venezuela*, American Economic Review, Vol 89, pp 605-618.

36-B.Amaira (2012), *Gouvernance, libéralisation financière et croissance économique: Aperçu théorique et validation empirique*, Global Journal of Management and Business Research, Vol 21, N°9, pp 46-56.

37-B.Eichengreen & Wyplosz (1994), *Pourquoi le SME a explosé et comment le relancer*, Revue économique, Vol 45, N° 3, p 673-682.

38-B.Eichengreen et al (1996), *Contagion Currency Crises First Test*, Scandinavian Journal of Economics, Vol 98, N°4, pp463-484.

39-B.Eichengreen et al (2000), *Capital Account Liberalization: What do Cross-Country Studies tell us?*” (Unpublished; Berkeley: University of California).

40-B.Solnik (1974), *Why Do Not Diversify Internationally rather than Domestically*, Financial Analyze Journal, Vol 30, pp 48-54.

41-B.Solnik (1983), *the International Arbitrage Pricing Theory*, Journal of Finance, Vol 38, pp 449-457.

42-Barth et al (2004), *Bank Regulation and Supervision*, World Bank Policy Research, Working Paper N°3136.

43-Bartolini & Drazem (1997), *Capital Account Liberalization as a Signal*, American Economic Review, Vol 87, pp 54-138.

44-Bouzar. C (2010), *Les contraintes de développement du marché financier Algérie*, Revue Campus n°18.

45-Brabdgger et al (2001), *Bâle II : Une nouvelle approche réglementaire du risque de crédits quels impact sur les marchés de crédits émergents*, Etudes Marchés Emergents, Caisse des Dépôts et Consignations, N°1, Juin.

46-Brainard & Cooper, 1968, *Uncertainty and Diversification of International Trade*, Food Research Institute Agricultural Economics Trade and Development, Vol 8.

47-C.Noyer (2007), *The Challenges of Financial Liberalization for Emerging Markets Economies*, BIS Review Banque de France, N°64.

48-Caproi & Honoban (1999) , *Restoring Banking Stability beyond Supervised Capital Requirement*, Journal of Economic Perspectives, Vol 13, pp43-64.

Chaoueiri (2002), *A Model of Contagion Currency Crises with the Application to Argentina*, Journal of International Money and Finance, Vol 21, N°3, pp 435-457.

49-Clarck.J.M (1917), *L'accélération du mouvement des affaires et la loi de demande : un facteur technique des cycles économiques*, The Journal of Political Economies, p 217-235.

50-Copirior et al (1999), *Restoring Banking Stability: beyond Supervised and Capital Requirements*, Journal of Economics Perspectives, Vol 13, N°4.

51-D.Rodrick (2007), *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions and Economic Growth*, Princeton and Oxford, Princeton University Press.

52-Dermirgüç-Kant et al (1998), *Law, Finance and Firm Growth*, Journal of Finance, N°53.

53-Dielman (1989), *Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis*, Texas Christian University, USA.

54-Douglass.N (1990), *Institutions, Institutional Changes and Economic Performance*, Cambridge University Press, New York, pp 1-26.

55-E.H.Kim & V.Single (2000), *Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies*, Journal of Business, Vol 73, pp 25-66.

56-Edison et al, 2002, *International Financial Integration and Economic Growth*, Journal of International Money and Finance, Vol 21, pp 749-750.

57-F.Engle et al (1997), *Meteor Shower or Heat Waves? Heteroskedastic Intra-Daily Volatility in Foreign Exchange Market*, Econometric, Vol 58, pp 525-542.

58-F.S.Mishkin (2001), ***Financial Policies and Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries***, NBER Working Paper, N°8087, 1-42.

59-Fama(1965) , ***Random Walk in Stock Market Prices***, Financial Analysts Journal, vol 21, n°5.

60-G.Bekaert et al (2002), ***Dating the Integration of the World Equity Markets***, Journal of Financial Economics, Vol 65, pp 203-245.

61-G.Bekeart & C. Harvey (1997), ***Emerging Equity Markets Volatility***, Journal of Financial Economics, Vol 43, N°97, pp 29-77.

62-G.Corsetti et al (1998), ***Paper Tigers : A Model of Asian Crisis***, European Economic Review, Vol 43, N°7, p 1211-1236.

63-G.Corsetti et al (1998), ***What Causes the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macro-Economic Overview***, NBER Working Paper, N°6833.

64-G.L.Kaminsky & C.M.Reinhart (1998), ***The Twin Crisis : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems***, American Economic Review, Vol 89, N°3, p 473-500.

65-Galenson & H.Leibenstein,(1955) ***Investment Criteria, Productivity and Economic Development***, Quarterly Journal of Economics, 1955, p 40-41.

66-Gerlach & Smet (1995), ***Contagions Speculative Attacks***, European Journal of Political Economy, Vol 11, pp45-63.

67-Gille.D et al (2005), ***Keynes et le Keynésianisme au Canada et au Québec***, Revue Sociologie et Société, Vol 37 no 2, p 158-159.

68-Gilles.D (1999), ***Hayek et sa Reconstruction du Libéralisme***, Revue Cahiers de Recherche Sociologique, no 32, p 123-124.

69-Gilles.D (2000), ***De la Domination de L'économie au Néo-libéralisme***, Revue Possibles, Vol 24, no 2-3, p 11.

70-Guittan.H, ***Stagnation et croissance***, Revue d'économie et politique, N°195.

71-H.Carlsson & E.VAN Damme (1993), ***Global Game and Equilibrium Selection***, Economica, Vol 61, N°1, pp 984-1018.

72-Hausmann & Gavin (1995), ***The Macro – Economic of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues***, Working Paper, N°320, Inter-American Development Bank, Research Department.

73-I.Goldfajn & R.Valdes (1997), ***Balance of Payment Crises and Capital Flows: Role of Liquidity***, IMF Working Paper, N°87.

74-I.Kords & M.Pritsker (2001), *A Rational Expectations Model of Financial Contagion*, Web site: [www.worldbank.org/contagion/](http://www.worldbank.org/contagion/index.html) index.html.

75-Imbs & Wacziarg (2003), *Stages of Diversification*, Forthcoming in the American Economic Review.

76-J.Bailliu (2000), *Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries*, Bank of Canada, Working Paper, N°2000-15, pp 1-37.

77-J.C.Berthélemy & A.Varoudakis (1998), *Développement, Réformes financières et croissance : une approche en données de panel*, Revue Economique, Vol. (49), n° 1, pp: 195-206.

78-J.C.Rochet (2006), *Why are so Many Banking Crises*, Oxford University Press.

79-Kaminsky & Reinhart (1999), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, American Economic Review, Vol. 89, p. 473–500.

80-Kaufman, Kraay et al (2003), *Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002*, Working Paper N°2772, pp 1-59.

81-King & Wadhwani (1990), *Transmission of Volatility between Stock Markets*, Review of Financial Studies, Vol 3, N°1, pp5-31.

82-Kose et al (2003), *How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?* American Economic Review Papers and Proceeding, Vol 93, pp 57-62.

83-L.Baele (2000), *Vollatility Spillover Effects in Europe Equity Markets: Evidence from a Regime Switching Model*, Mimeo University of Ghent.

84-L.Miotti & D.Plihon (2001), *Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires*, Revue d'Economie Internationale, N°85, p3-36.

85-Laporta et al (2000), *Investor Protection and Corporate Governance*, Journal of Financial Economics, N°58.

86-M.Dewatripont & J.Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, Combridge, MTI Press.

- 87-M.Francis (2003), ***Governance and Financial Fragility; Evidence from Cross Section of Country***, Bank of Canada, Working Paper N°34.
- 88-M.Fratzscher (1999), ***What Causes Currency Crises: Sun Spots or Contagion or Fundamentals?*** EUI Working Paper, N°99/39.
- 89-M.R.Morey et al (1999), ***Financial Liberalization and Stock Market Efficiency***, Journal of Multinational Financial Economies, Vol 9, pp 359-371.
- 90-Malkiel.B.G (2003), ***The Efficient Market Hypothesis and its Critics***, Journal of Economic, vol 17, n°1, 2003, pp 59-82.
- 91-Minsky et al (1994), ***Financial Institution, Economic Policy and Dynamic Behavior of the Economy***, Institutional J.A Schumpeter Society Fifth Conference at Mumster, Germany 17-20 August.
- 92-Mishra.D, Mody.A et al (2001), ***Flux des Capitaux Privés et Croissance***, Finances et Développement, pp 2-5.
- 93-Nier et al (2002), ***Market Discipline: Disclosure and Moral Hazard in Banking***, Working Paper Bank of England.
- 94-O.Maurice (1994), ***The Logic of Currency Crises***, Cahiers Economiques et Monétaires, Banque de France.
- 95-O.Maurice (1996), ***Models of Currency Crisis with Selffulling Features***, European Economic Review.
- 96-Obstfeld (1994), ***The Logic of Currency Crises***, Cahiers Economiques et Monétaires, Banque de France, n° 43.
- 97-Obstfeld & Rogoff (1998), ***Risk and Exchange Rates***, Document de travail n° 6694, National Bureau of Economic Research.
- 98-Orléan et al (1998), ***Efficacité Informationnelle et Marchés Financiers***, La Découverte collection Recherches.
- 99-P.Arestis et al (2002), ***Financial Crisis in Southeast Asia Despelling Illusion the Minskyan Way***, Combridge Journal of Economic , Vol 26, p 237-260.
- 100-P.Branes (1986), ***Trading and Stock Market Efficiency : A Case of the Kuala Lumpur Stock Exchange***, Journal of Business Finance and Accounting, Vol 13, pp 609-617.
- 101-P.Filibegs.P, ***Crisis of Communication: Lessons from 09/11***, Havard Business Review, and December.
- 102-P.Henry (2000), ***Stock Market Liberalization***, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices, Journal of Finance, Vol 55, pp 529-563.

- 103-P.Kraugman (1979), *A Model of Balance Payment*, Journal of Money, Credit and Banking.
- 104-P.O.Gourinchas & Jeanne (2003 b), *The Exclusive Gains from International Integration*, Working Paper N° 9684, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- 105-P.O.Gourinchas et al (2003 a), *On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies*, IMF Working Paper Series.
- 106-P.Pesenti & C.Tille (2000), *The Economic of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, FRBNY Economic Policy Review.
- 107-P.Pesenti et al (2000), *The Economic of Currency Crisis on Contagion: An Introduction*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, pp 3-16.
- 108-P.R.Masson (1999), *Multiple Equilibrium, Contagion and Emerging Markets Crises*, IMF Working Paper, N°99, pp 1-32.
- 109-P.R.Masson (1999a), *Contagion Macroeconomic Models with Multiple Equilibrium*, Journal of Institutional Money and Finance, Vol 18, pp 587-602.
- 110-Park & Song (2001), *Institutional investor, Trade Linkage Macroeconomic Similarities and Contagion of the Thai Crise*, Journal of Japanese and International Economic, Vol 15, pp 199-224.
- 111-Pearson.L.B (1970), *Nouvelle Stratégie pour le Développement Planétaire*, UNESCO Archives, p15-17.
- 112-Prud et al (1995), *The Dangers of Decentralization*, The World Bank Research Observer, Vol 10, pp 201-226.
- 113-R.Boyer (1988), *D'un krash boursier à l'autre : Irving Fisher revisité*, Revue Française d'économie, Vol 3, N°3, p183-216.
- 114-R.Chang & G.Majnoni (2002), *Financial Crises Fundamentals, Beliefs and Financial Contagion*, European Economic Review, Vol 46, pp 801-808.
- 115-R.Chang & Velasco (1998), *The Asian Liquidity Crisis*, NBER, Working Paper, N° 6796.
- 116-R.Dorunbush (2001), *Contagion Understanding How it Spreads*, The World Bank Regards Observer, Vol15, N°2.
- 117-R.Flood & Marion (1999), *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*, International Journal of Finance and Economics, Vol 4.
- 118-R.Flood & Marion.N (2000), *Self Fulfilling Risk Predictions: On Application to Speculation Attacks*, Journal of International Economics, Vol 50, N°1, pp 245-268.

119-R.Flood.R & P.Garber (1984), *Collesping Exchange Rates Regimes: Some Linear Examples*, Journal of International Economics.

120-R.Goldfajin & I.Valdes (1999), *Liquidity Crisis and International Financial Architecture*, Mimeo, IMF, pp 1-22.

121-R.M.Solow (1956), *A Contribution to theory of Growth*, Quarterly Journal of Economics, Vol. (70), pp: 65-94.

122-R.Valdes (1997), *Emerging Markets Contagion: Evidence and Theory*, Web site: www.worldbank.org/contagion/ index.html.

123-Razin & Rose (1994), *Business Cycle Volatility and Openness : An Exploratory Crosse-Sectional Analysis*, New York Cambridge University Press.

124-Reinhart (2002), *Defaute, Currency Crises and Sovereign Credits Ratings*, Working Paper NBER N°8738, pp 1-36.

125-Rijckkeghem.V (1999), *Sources of Contagion: Finance or Trade*, IMF Working Paper, N°146.

126-S.Edwards (2001), *Does the Current Crisis: A Count Mather?* NBER Conference on Crisis Prevention, Florida.

127-S.Fisher (1999), *Reforming the international Financial System*, The Economic Journal, Vol 109, N°459, p 557-576.

128-S.H.Law & P.Demetriades (2006), *Finance, Institutions and Economic Development*, International Journal of Finance, Vol11, N°3, pp245-260.

129-S.H.Law & W.Azman-Saini (2008), *The Quality of Institutions and Financial Development*, MPRA Paper N°12107, pp 1-19.

130-S.Kumar & A.Persaud (2001), *Pure Contagion and Investors Shifting Risk: Analytical Issues and Empirical Evidence*, IMF Working Paper, N°134, pp 1-35.

131-S.Radelet & Sachs (1998), *The Onset of East Asian Financial Crisis*, NBER Macro Economic Annual, pp 1-55.

132-S.Radelet.S & Sachs (1998), *The East Asian Financial Crisis: Diagnostic, Remedies and Prospects*, Brooking Paperon Economic Activity, N° 1, pp 1-90.

133-Sinapic (2005), *Crises financières et gouvernance mondiale, fragilisation et institutionnelle endogène dans l'approche Minskyenne étendue*, Cahiers du CEREN, N°10.

134-V.Tanzi et al (1996), *Reforming Government in Industrial Countries*, Finance and Development.

135-Von Mises.L (1998), *Human Action – A Treatise on Economics*, Ludwing Von Mises Institue, p 11-23.

136-W.Easterly & R.Levine (1997), *Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions*, Quarterly Journal of Economics, N°11, pp 1203-1250.

137-W.G.Roger (1986), *The Austrian Theory of Business Cycle in the Light Modern Macro-economic*, University of South Florida.

138-W.J.Barbar (1997), *The Works of Fisher*, Correspondence and other Commentary, London, Vol 14.

139-Wiithrich.W (2010), *Economie de Crise- Une Introduction à la Finance du Futur*, Horizons et Débats, N° 34, p 3-5.

140-Wiithrich.W (2010), *L'école Economique Autrichienne*, Horizons et Débats, N°36.

• الرسائل

1-أوكيل نسيم (2008)، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها: دراسة حالة جنوب شرق آسيا، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر.

2-بن حاسين بن امير (2013)، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلم

3-بوكساني رشيد (2005)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر.

4-عطوي سميرة (2009)، إصلاح القطاع المالي في الجزائر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة باجي مختار عنابة.

6- Henche Omar (2013), *Crises financières : effets de contagion sur les pays développés et les pays émergents*, Thèse de doctorat, Université de Tlemcen,

• الملتقيات

- 1- بلعزوز بن علي وكتوش عاشور (2004)، واقع المنظومة المصرفية ومنهج الإصلاح ، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية: واقع وتحديات، أيام 14-15 ديسمبر جامعة الشلف.
- 2- بن رجم محمد خميسي (2009)، المشتقات المالية: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة المالية، جامعة سيطف يومي 20-21 أكتوبر.
- 3- بوعروج لمياء (2009)، الأزمة المالية الحالية ، دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث ، والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي، ورقة عمل مقدمة في الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، الجزائر.
- 4- زكري لمياء وعكاش فضيلة (2008)، آثار الانفتاح الاقتصادي على مسار الإصلاحات السياسية بالجزائر، مداخلة بالملتقى الوطني التحويلات السياسية وإشكالية التنمية بالجزائر واقع وتحديات ، أيام 16-17 ديسمبر جامعة الشلف.
- 5- زيدان محمد وآخرون (2006)، دور السوق المالي في التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق - ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة.
- 6- عبد اللاوي عقبة وآخرون (2010)، الأزمات المالية سجال التدويل وأطروحات التعلوم الثلاثي، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، عمان الأردن 1-2 ديسمبر.
- 7- كواش زهية وآخرون (2009)، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية ، المركز الجامعي خميس مليانة يومي 5-6 ماي.
- 8- مرابط آسيا (2004)، العولمة وآثارها على الجهاز المصرفي، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية: واقع وتحديات، أيام 14-15 ديسمبر جامعة الشلف.

9-مرابط ساعد وآخرون ،العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة الشلف، نوفمبر 21 و 22.

10-نوري منير والجلط إبراهيم (2010)، المؤسسات الجزائرية وإشكالية التصدير خارج المحروقات، الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، نوفمبر.

• المواقع الالكترونية

1-بلعزوز بن علي وآخرون (2009)، الأزمة المالية وسبل معالجتها، بحث منشور ضمن الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، بحث منشور على الرابط: <http://al-azmah.com/ar> تاريخ الاطلاع: 2016/01/15.

2-شحاتة عبد الله ، الأزمة المالية المفهوم والأسباب، بحث منشور، أنظر الرابط <http://al-azmah.com/ar> تاريخ الاطلاع: 2016/01/15.

3-عبد الرزاق فوزي وآخرون (2009)، الأزمة المالية والبدايل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي - رؤية مستقبلية-، بحث منشور على الرابط: <http://al-azmah.com/ar> تاريخ الاطلاع: 2016/01/15.

4-فرحان حسن ثابت ، أثر الأزمة المالية العالمية الحالية على أداء المصارف الإسلامية والتنمية، بحث منشور على الرابط: <http://al-azmah.com/ar> تاريخ الاطلاع: 2016/01/15.

6-www.sgvb.org/commons/ar/document/document833843090.pdf.

7-www.sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=147.

8-www.sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=163.

9-www.sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=149.

10-www.sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=150

تاريخ الاطلاع: 2014/11/25 لجميع المواقع

11-Ministère De L'Industrie Et De La Promotion Des Investissements Algérien www.mipi-dz/ar/index_arphp?Page=priv&titre=priv5. تاريخ الاطلاع: 2014/11/25

• التقارير

- 1-التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2010.
- 2-تقرير بنك الجزائر، 2001 .
- 3-تقرير صندوق النقد الدولي، من الاستقرار إلى النمو القابل للاستمرار، 2014 .
- 4-لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (2004)، الاستعلام عن هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- 5-لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (2004)، الاستعلام عن المؤتمر المركزي عن السندات.
- 6-لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (2004)، الاستعلام عن حافظو السندات ماسكو الحسابات.
- 7-Banque Mondiale (2003), *Rapport sur le développement dans le monde : améliorer les institutions, la croissance et la qualité de vie.*
- 8-Rapport du Séante (1999), *Pour nouvel ordre financier mondiale: Responsabilité, éthique et efficacité*, session ordinaire du 1999-2000
- 9-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي لسنة 2012.

• القوانين و المراسيم

- 1-قانون 01-88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 الذي يعدل القانون 84-17 المؤرخ في 07 جويلية 1984.
- 2-المرسوم 09-88 المؤرخ في 21 جوان 1988 المتعلق بصناديق المساهمة.
- 3-الأمر 04-01 المؤرخ في 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم المؤسسات وتسييرها وخصخصتها.
- 4-القانون 22-95 الصادر في 16 أوت والمتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية عدد 48.

- 5-الأمر 12-97 الصادر في 19 مارس 1997 المعدل والمتمم للأمر 22-95.
- 6-المادة 56 من قانون المالية لسنة 1998.
- 7-المادة 52 من قانون المالية لسنة 1998.
- 8-المادة 53 من قانون المالية لسنة 1998.
- 9-قانون الاستثمار رقم 63-277 الصادر بتاريخ 1963/07/26.
- 10- أمر رقم 66-284 المؤرخ في 1966/06/15.
- 11-قانون 90-10 المؤرخ في 1990/04/14 الذي جاء منظما للوظيفة البنكية ومراقبة وتحديد السياسة النقدية في إطار تحقيق التوازنات الكبرى والترخيص بالاستثمارات الأجنبية وكذا إلغاء التمييز بين القطاعين العام والخاص.
- 12-قانون 85-12 الصادر بتاريخ 19 أوت 1986 المتعلق بالبنوك والقروض.
- 13-الأمر رقم 96-03 الصادر 03 جوان 1996 المتعلق بشأن اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.